



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS

DEPARTAMENTO DE GESTÃO

Estudo dos Determinantes do Crescimento das
Empresas Familiares Portuguesas

Núria Jesus Militão Castanho

Orientação: Prof.^a Doutora Elisabete Gomes Santana Félix

Mestrado em Gestão

Área de especialização: *Finanças*

Dissertação

Évora, 2016



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS

DEPARTAMENTO DE GESTÃO

Estudo dos Determinantes do Crescimento das
Empresas Familiares Portuguesas

Núria Jesus Militão Castanho

Orientação: Prof.^a Doutora Elisabete Gomes Santana Félix

Mestrado em Gestão

Área de especialização: *Finanças*

Dissertação

Évora, 2016

Resumo

No presente estudo procuramos analisar os determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas, através de uma amostra de empresas familiares membros da Associação de Empresas Familiares, durante o período de 2006 a 2014.

Com vista ao teste das hipóteses em estudo foram utilizados dados em painel, com modelos de efeitos fixo e aleatório. A variável dependente definida foi o crescimento das vendas. As variáveis independentes definidas foram: dimensão; idade; endividamento; endividamento de curto prazo; endividamento de médio longo prazo; produtividade da mão-de-obra; estrutura do ativo; variável *dummy* da crise financeira; variável *dummy* da administração pertencer à família; e variável *dummy* do género do administrador.

Os resultados obtidos confirmam a dimensão, a idade e o endividamento como determinantes do crescimento.

Palavras-chave: Empresas familiares, Crescimento, Dimensão, Idade, Endividamento, Produtividade, Estrutura de Ativos, Crise Financeira, Administrador pertencente à Família, Género do administrador.

Study of the determinants of growth of Portuguese family businesses

Abstract

In the present study we analyzed the determinants of growth of family businesses through a sample of family businesses members of the Family Business Association, during the period between 2006 and 2014.

In order to test the hypotheses under study were used panel data, with models of fixed and random effects. The Sales growth was defined as the dependent variable. The independent variables were defined: size; age; debt; short-term debt; medium and long term debt; labor productivity; asset structure; dummy variable of the financial crisis; dummy administration belong to the family; and dummy administrator gender variable.

The results confirm the size, age, and debt as determinants of growth.

Keyword: Family business, Growth, Size, Age, Debt, Productivity, Asset Structure, Financial Crisis, Administrator belonging to the family, Administrator Gender.

Agradecimentos

A realização desta dissertação só foi possível graças à contribuição e ajuda de um conjunto de pessoas. Portanto, desejo manifestar os meus sinceros agradecimentos:

- À minha orientadora Prof^a Doutora Elisabete Félix, pela paciência, disponibilidade, dedicação, boa vontade, incentivo e acima de tudo pelos seus ensinamentos e conhecimentos transmitidos ao longo de todo o processo de elaboração deste trabalho;

- À minha família, em especial aos meus pais, pelo seu apoio incondicional ao longo de todo este período e da minha vida;

- Aos meus amigos, em especial à Rita Serra e à Rita Sobral pelas suas sugestões e incentivos;

- Ao meu namorado, João, por todo o seu apoio e compreensão ao longo deste período.

ÍNDICE

Índice de Figuras	8
Índice de Tabelas	9
Listagem de Abreviaturas ou Siglas	10
1. INTRODUÇÃO	11
1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha.....	11
1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos.....	12
1.3. Metodologia	12
1.4. Estrutura do Trabalho	13
2. REVISÃO da literatura	14
2.1. Empresas Familiares.....	14
2.1.1. Características das empresas familiares	18
2.1.2. O crescimento das empresas familiares	20
2.2. Os determinantes do crescimento.....	23
2.2.1. A dimensão.....	24
2.2.2. A Idade	26
2.2.3. A Dívida	28
2.2.4. A Produtividade da mão-de-obra	30

2.2.5. A Estrutura do ativo	32
2.2.6. A Crise financeira	33
2.2.7. O Envolvimento da família na gestão	34
3. METODOLOGIA	38
3.1 Objetivos e Hipóteses.....	38
3.2 Dados.....	42
3.3 Variáveis	43
3.4 Modelos Empíricos.....	45
4. RESULTADOS EMPÍRICOS	47
4.1 Estatísticas Descritivas	47
4.1.1. Setor e Região	47
4.1.2. Dimensão e Idade	48
4.1.3. Endividamento, custo do endividamento e liquidez	49
4.1.4. Endividamento de curto prazo e médio longo prazo	50
4.1.5. Produtividade e Estrutura do Ativo	50
4.1.6. Crise financeira, envolvimento da família na gestão e género do administrador.....	51
4.2 Análise de Resultados	53
5. CONCLUSÕES	59
BIBLIOGRAFIA	62

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura nº. 1 - O universo de empresas familiares segundo a definição de Astrachan e Shanker (modelo 'bull's-eye') (Astrachan e Shanker, 2006)	15
Figura n.º 2 – O modelo F-PEC (Astrachan et al, 2002)	16
Figura n.º 3 – Modelo uniforme da performance (Habbershon et al 2006)	22

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – A relação esperada dos determinantes referidos na revisão da literatura com o crescimento	37
Tabela 2 – Definição das variáveis	45
Tabela 3 – Distribuição das empresas familiares da amostra por setores de atividade	48
Tabela 4 – Distribuição das empresas familiares da amostra por regiões	48
Tabela 5 – Estatísticas descritivas	52
Tabela 6 – Matriz de correlações	53
Tabela 7 – Resultados dos modelos de regressão	54
Tabela 8 – Resumo dos sinais das variáveis	57

LISTAGEM DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

I&D – Investimento e Desenvolvimento;

PME – Pequena(s) e Média(s) Empresa(s)

1. INTRODUÇÃO

1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha

Neste trabalho pretende-se estudar os determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas.

O tecido empresarial português é composto maioritariamente por empresas familiares. Segundo a Associação de Empresas Familiares (2007) estima-se que em Portugal, entre 70% a 80% das empresas sejam de natureza familiar, que contribuam para 60% do emprego e 50% do PIB. Além destes números relevantes, a Associação das Empresas Familiares (2007) realça a importância destas empresas afirmando que a sua faturação global atingiu os 11,9 mil milhões de euros.

De forma semelhante na Europa a presença das empresas familiares também é significativa, cerca de 70% a 80% das empresas, são empresas familiares e são responsáveis por cerca de 40% a 50% do emprego. Uma grande parte das pequenas e médias empresas (PME) europeias são empresas familiares, e algumas das grandes empresas europeias também são empresas familiares (Mandl, 2008).

A European Family Businesses (2013) indica que na Europa esta categoria única de empresas desempenha um papel vital para a economia pois: os detentores das empresas familiares agem como donos responsáveis devido às suas estratégias de longo prazo, nomeadamente com os seus empregados, clientes, acionistas e comunidades locais; transmitem os seus valores familiares e tem um elevado sentido de responsabilidade social; têm uma preocupação especial com o local ou região onde estão inseridas; são incubadoras naturais da cultura empreendedora e fomentam a próxima geração de empresários europeus.

Em diversos estudos sobre o crescimento das empresas têm sido abordados os seus determinantes, nomeadamente a dimensão, a idade, a dívida, a produtividade da mão-de obra, a crise financeira, entre outros. No caso das empresas familiares portuguesas ainda não existe uma grande diversidade de estudos, nomeadamente estudos sobre o impacto dos determinantes (como o endividamento, a produtividade da mão-de-obra, ou a crise financeira) no crescimento.

A principal motivação que conduz à escolha deste tema detém-se nos seguintes aspetos: a importância das empresas familiares no tecido empresarial português; o reduzido número de estudos sobre os determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas; e o

facto de as empresas familiares serem um grupo de análise extremamente interessante devido às próprias especificidades, as suas mais-valias e aos seus pontos fracos.

O presente trabalho poderá ser útil para os investidores, instituições financeiras, meio académico e para as próprias empresas familiares.

1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos

O problema inicial em estudo surgiu da seguinte questão: Quais os determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas? Existe uma lacuna em relação ao tema dos determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas, existem diversos estudos sobre a definição de empresa familiar ou sobre a sucessão, mas o tema dos determinantes do crescimento das empresas familiares ainda não está devidamente explorado. Logo, surge a relevância de analisar os determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas.

O principal objetivo consiste em estudar os determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas. Para o alcance do objetivo geral surgem os seguintes objetivos específicos:

- Caracterizar as empresas familiares portuguesas;
- Estudar os determinantes do crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito da dimensão no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito da idade no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito do endividamento no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito da estrutura do ativo no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o impacto da produtividade da mão-de-obra no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito da crise da financeira no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o impacto no crescimento do envolvimento da família na gestão.

1.3. Metodologia

O presente estudo será efetuado através da utilização de dados em painel com efeitos fixos e aleatórios, com recurso a uma amostra de empresas familiares portuguesas observadas ao longo de nove anos. Os dados em painel permitem investigar o efeito do tempo nos dados; testar se as relações entre as variáveis mudam com o tempo; e permitem o controlo da

heterogeneidade individual (muito útil, pois todas as empresas são diferentes). A estimação de dados em painel possibilita obter um maior número de observações, pois articula dados seccionais com séries temporais, consequentemente obtém-se uma maior quantidade de informação com uma maior diversidade de dados, o que possibilita aumentar os graus de liberdade resultantes do maior número de observações e diminuem a multicolineariedade entre as variáveis.

1.4. Estrutura do Trabalho

O presente estudo encontra-se disposto em quatro capítulos para além da introdução. A introdução apresenta o objeto em estudo, os problemas, objetivos, e a metodologia a utilizar.

No capítulo 2, revisão da literatura, serão expostos diversos estudos relevantes sobre as empresas familiares, as características das empresas familiares, o crescimento e os determinantes do crescimento das empresas familiares.

No capítulo 3, metodologia, irá constar a descrição dos objetivos, das hipóteses, dos dados a utilizar, das variáveis e dos modelos empíricos.

No capítulo 4, resultados empíricos, serão analisados os resultados da estatística descritiva e os resultados dos modelos econométricos utilizados.

O capítulo 5 será dedicado à exposição das conclusões do estudo, e às principais limitações.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Empresas Familiares

Definir o conceito de empresas familiares não é fácil. Vários autores ao longo dos anos têm vindo a definir em que consiste uma empresa familiar, consequentemente existe um vasto leque de definições de empresas familiares. Inúmeras tentativas foram feitas para articular definições conceituais e operacionais de empresas familiares. “Vários autores têm revisto definições existentes, numa tentativa de consolidação de pensamentos, e conceptualização de definições de empresas familiares (por exemplo Chua et al., 1999; Handler, 1989; Litz, 1995). O foco da maioria destes esforços tem sido na definição de empresas familiares, para que possam ser distinguidas das empresas não familiares. Embora nenhuma dessas articulações tenha ampla aceitação, a maioria parece girar em torno do importante papel da família em termos de determinar os mecanismos de visão e comando utilizados numa empresa, e a criação de recursos e capacidades únicas (por exemplo, Chrisman et al, 2003; Habbershon et al, 2003) ” Sharma (2006, pág. 26).

Astrachan e Shanker (2006) defendem que o maior desafio de quantificar o impacto das empresas familiares deve-se ao facto de não existir uma definição consensual e mesurável de empresas familiares. Alguns autores utilizaram ao longo dos anos critérios como a percentagem de participação no capital da empresa, o controlo estratégico, o grau de envolvimento de várias gerações, ou a intenção de manter a empresa na família como fatores para distinguir empresas familiares de não familiares.

Os autores Astrachan e Shanker (2006) criaram um conjunto de possíveis definições de empresas familiares, que vai de uma ampla e inclusiva definição para uma mais exclusiva. O nível de inclusão depende da perceção do grau de envolvimento da família, para representarem essas diferentes definições utilizaram um esquema (denominado ‘*bull’s-eye*’) que está ilustrado na figura n.º 1. Astrachan e Shanker (2006, pág. 56 e 57) definiram os vários círculos da seguinte forma: “ (...) A definição mais ampla, que aparece ilustrada no círculo exterior do esquema da figura n.º 1, requer que exista apenas alguma participação da família no negócio e que tenha controlo estratégico da empresa. (...) A definição que se encontra no círculo do meio requer que o proprietário da empresa tenha intenção de passar a empresa a outro membro da família, e que o fundador ou descendente do fundador desempenhe um papel na gestão da empresa. O último requisito separa as empresas em que a família de origem pode ter uma participação no negócio ou um papel na sua estrutura acionista, mas

muito pouca interação nas operações do dia-a-dia. O outro requisito - intenção - é um conceito difícil de quantificar, mas, acreditamos, que seja um delineador importante. Acreditamos que se a visão de longo prazo de um empreendedor para o seu negócio é construir algo para os seus filhos, então o planejamento e a tomada de decisões estratégicas será diferente da tomada de decisões e do planejamento de um negócio não familiar. Na definição do centro está a definição mais restrita de empresas familiares (...). Neste caso múltiplas gerações da família têm um impacto significativo na empresa.”

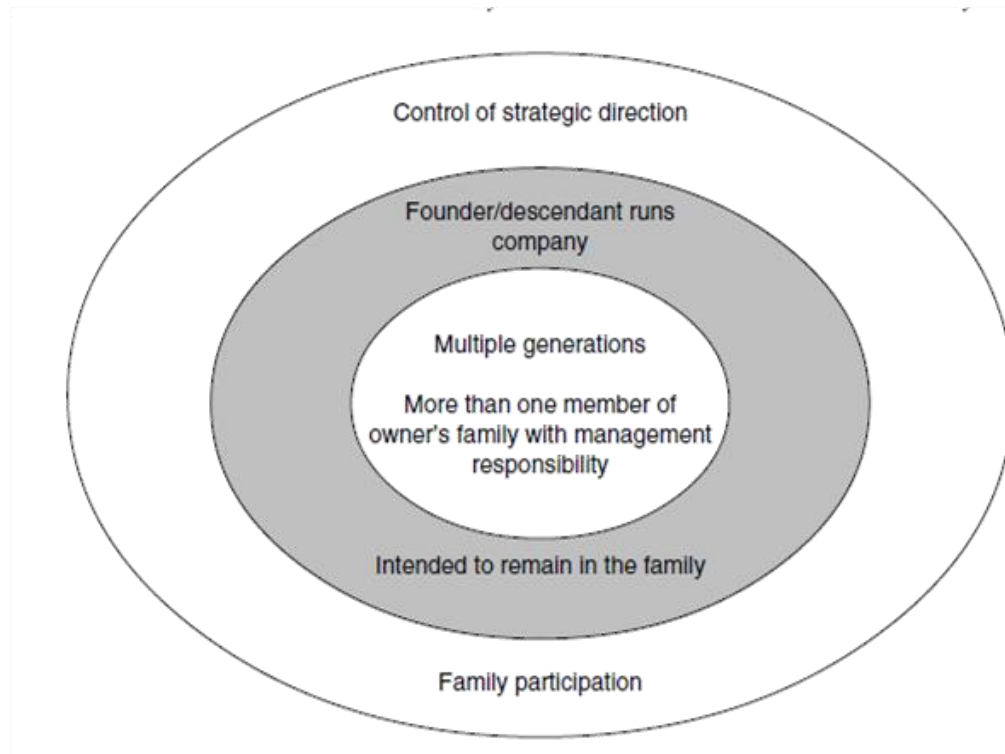


Figura nº. 1 - O universo de empresas familiares segundo a definição de Astrachan e Shanker (modelo 'bull's-eye') (Astrachan e Shanker, 2006).

Segundo Astrachan et al (2002) pode-se dividir em três grupos os tipos de definições de empresas familiares: definições que se centram no conteúdo, definições que se centram na finalidade da empresa e por fim definições que se centram na forma. A maioria das definições e classificações concentram-se no conteúdo (por exemplo, Handler, 1989; Heck e Scannell, 1999; Litz, 1995). No entanto, as definições citadas anteriormente na literatura a principal preocupação é a propriedade (por exemplo, Berry, 1975; Lansberg et al, 1988); envolvimento na gestão de uma família proprietária (Burch, 1972; Barnes e Hershon, 1976), e transferência de gerações (Ward, 1987). Em contraste, as definições mais recentes concentram-se sobre a cultura da empresa familiar (Litz, 1995; Dreux IV e Brown, 1994).

Para ser funcional uma definição deve ser clara, de modo a ser quantificável. Uma definição deve medir o que é suposto e auxiliar a que seja possível obter resultados. O modelo criado pelos autores Astrachan et al (2002), F-PEC (*power, experience and culture*), tenta resolver o problema da definição de empresa familiar. Os autores consideram que existem três “dimensões”, ou subescalas, importantes da influência da família que são: poder; experiência; e, a cultura. Na subescala do poder, os autores defendem que a família pode influenciar o negócio através da estrutura acionista, “governance” e através do envolvimento na equipa de gestão. A subescala do poder leva em conta a percentagem de membros da família em cada nível da administração, bem como a percentagem de membros que são nomeados através de familiares nos conselhos de gestão. A subescala da experiência inclui fatores como: se a geração seguinte da família têm um fator preponderante na gestão, ou na estrutura acionista, e o número de membros da família que contribuem para o negócio. A subescala da cultura inclui: o compromisso da família com a empresa, e a sobreposição entre os valores da família e os valores da empresa. No desenvolvimento do modelo os autores efetuaram um questionário a alguns proprietários de empresas familiares, o qual estava dividido em três partes: primeira parte: subescala do poder; segunda parte: subescala da experiência; terceira parte: subescala da cultura. Os dados relativos ao F-PEC foram analisados utilizando o fator de máxima verosimilhança, procedimentos analíticos e técnicas de modelagem de equações estruturais. Itens que demonstrassem ambiguidade, redundância e falta de poder discriminatório eram eliminados (Astrachan et al, 2002).

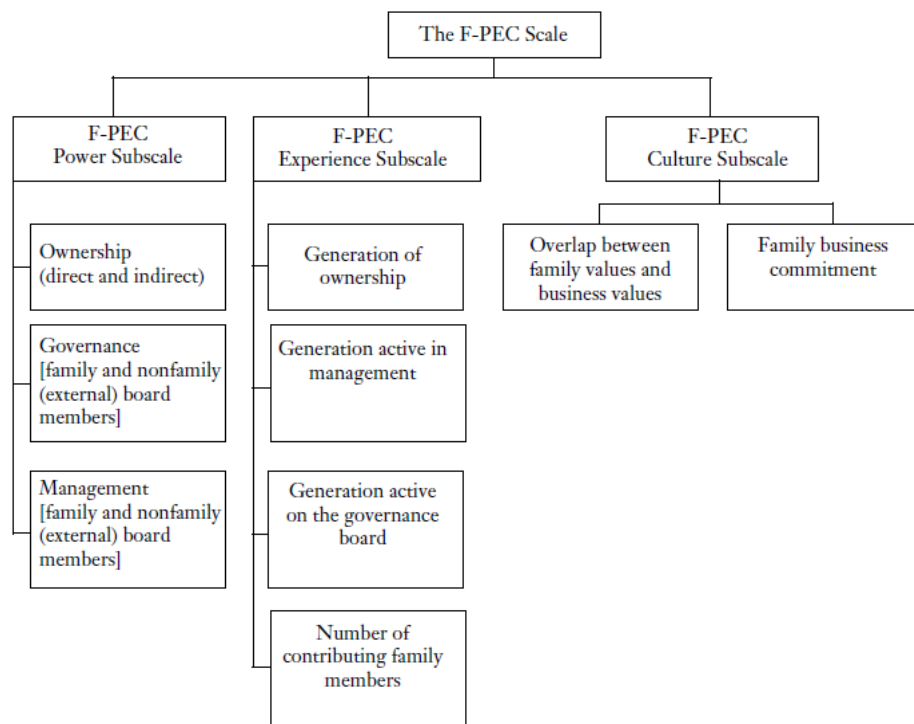


Figura n.º 2 – O modelo F-PEC (Astrachan et al, 2002).

Comparando os dois modelos apresentados, o modelo *'bull's-eye'* comparativamente ao modelo F-PEC aparenta ser um modelo mais intuitivo, enquanto o modelo F-PEC afigura-se mais preciso e com uma maior aplicabilidade.

O que se pode concluir com os diversos autores referidos anteriormente é que para distinguir empresas familiares de empresas não familiares deverá verificar-se o seguinte: a empresa seja controlada por uma família, ou por um conjunto de membros da família; que na empresa exista o envolvimento de várias gerações da mesma família que tenham uma participação na estrutura acionista da empresa, ou que mantenham um envolvimento ativo nas decisões estratégicas da mesma. Mas como podemos quantificar estes fatores de diferenciação? Como já foi referido não é fácil, mas a percentagem de participação da família na estrutura acionista pode ser considerado um fator de diferenciação. A European Commission (2009, pág.4) considera: “ uma empresa é uma empresa familiar se: a maioria dos direitos de tomada de decisão está na posse da pessoa(s) singular(es) que criou a empresa, ou na posse da pessoa física que adquiriu o capital social da empresa, ou na posse do seu cônjuge, pais, filhos ou herdeiros diretos; (...) pelo menos um representante da família está formalmente envolvido na gestão da empresa; atendem à definição de empresa familiar as empresas em que a pessoa que a criou ou adquiriu, ou as suas famílias ou descendentes, possuem 25% dos direitos de tomada de decisão impostas pelo seu capital social.” A Associação das Empresas Familiares é membro da *European Family Businesses*. Segundo a Associação das Empresas Familiares (2007), é considerada uma empresa familiar a empresa em que uma família detém o controlo, em termos de nomear e participar na gestão.

A importância dos estudos sobre as empresas familiares tem aumentado consideravelmente nos últimos anos, sendo de destacar alguns dos tópicos de interesse: o crescimento das empresas familiares; a sucessão. As empresas familiares enfrentam diversos desafios tais como a sucessão e o equilíbrio da estrutura acionista, segundo Brenes et al (2006) a sucessão e a equidade na estrutura acionista encontram-se entre os fatores críticos propícios ao surgimento de problemas nas empresas familiares. O equilíbrio na estrutura acionista é relevante para as empresas familiares, uma vez que a perda desse equilíbrio pode pôr em causa a continuidade da família na estrutura acionista.

As empresas familiares são o tipo de empresas mais antigas no mundo, na Europa representam, segundo a European Commission (2009) mais de 60% de todas as empresas europeias, e são responsáveis por cerca de 40% a 50% do emprego, incluindo uma vasta gama de empresas de diferentes dimensões e de diferentes sectores. Realçada a sua importância é relevante perceber o que caracteriza as empresas familiares, na secção seguinte esse será o próximo passo.

2.1.1. Características das empresas familiares

O que caracteriza uma empresa familiar? A característica principal é a ligação que uma determinada família mantém com a empresa, nomeadamente o impacto desta nas questões económicas, financeiras e organizacionais da empresa. Sharma (2006) procurou na literatura estudos comparativos entre empresas familiares e não familiares (tais como: Anderson e Reeb, 2003; Coleman e Carsky, 1999; Gudmundson et al, 1999; Lee e Rogoff, 1996; Littunen, 2003; Westhead et al, 2001) de modo a encontrar fatores de distinção. A pesquisa de Sharma (2006, pág. 28) revelou resultados mistos: “ (...) as empresas familiares e não familiares não revelaram diferenças em aspetos como: as atividades empresariais desenvolvidas, o desempenho, a perceção de oportunidades e ameaças ambientais, mas não em outros, tais como: a orientação estratégica ou as fontes de financiamento da dívida. Embora estes estudos tenham ajudado a melhorar a nossa compreensão destas empresas, nenhum conjunto de variáveis distintas que separam as empresas familiares das não familiares foi revelado.”

Nos negócios familiares existe uma grande ligação entre a família e o negócio. A família é normalmente o centro da empresa. O que pode originar conflitos, afetando tanto a família como a empresa. Segundo Mandl (2008) as empresas familiares tendem a concentrar-se na sustentabilidade a longo prazo e nas mudanças geracionais na propriedade e gestão da empresa, em vez dos lucros a curto prazo. Em consonância com isso, as empresas familiares são, em média, mais antigas do que as empresas não-familiares.

As empresas familiares lidam com o risco de forma diferente das restantes empresas, isto é, como as empresas familiares têm uma preocupação acrescida da continuidade da empresa tendem a ser mais avessas ao risco. Anderson e Reeb (2003) referem que a monitorização por parte da família reduz a assimetria da informação entre gestores e acionistas, sugerindo que esta diminui as tendências de aversão ao risco que as famílias possam ter. Anderson et al (2012) observaram que as empresas familiares dedicam menos recursos a investimentos de longo prazo do que empresas não familiares, os autores dividiram o investimento de longo prazo em dois componentes investigação e desenvolvimento (I&D) e ativos fixos, constatando que as empresas familiares preferem investir em ativos fixos do que em projetos I&D (que podem acarretar um nível de risco superior). Segundo Anderson et al (2012, pág. 1745): “ (...) Kothari et al (2002) observaram que os gastos com I&D têm um impacto maior no risco da empresa do que os gastos com ativos fixos, sugerindo que pode ser um aspeto sensível na aversão ao risco da família”. Mas, no longo prazo, as famílias continuam a efetuar investimentos de longo prazo. Alguma literatura tem, desprezado o facto de que este tipo de

acionistas manterem um horizonte temporal de longo prazo, que pode incentivar um investimento substancial de recursos financeiros em atividades de longo prazo.

Habbershon e Williams (1999, pág. 124) sugerem que: “ (...) Devido à sua visão de longo prazo as empresas familiares têm sido consideradas como menos reativas aos ciclos económicos (Ward, 1997), e normalmente têm um menor custo de capital (Aronoff e Ward, 1995). As empresas de gestão familiar cotadas em bolsa têm sido descritas como tendo maiores margens de lucro, taxas de crescimento mais rápidas, ganhos mais estáveis, e taxas de dividendos mais baixos (McConaughy et al, 1995). Além disso, as empresas familiares têm demonstrado níveis no rácio: dívida / capital próprio, mais baixos (Dreux, 1990; Gallo e Vilaseca, 1996) e fornecem um retorno melhor sobre o investimento original. Isto sugere uma melhor estrutura de capital e uma gestão e alocação mais eficiente dos recursos (Monsen, 1969).”

Anderson e Reeb (2003) concluem que o ambiente nas empresas familiares pode reduzir custos de agência entre os gestores e os acionistas, e, segundo James (1999), favorecer as estratégias de longo prazo. Na medida em que o interesse das famílias consiste em manter o controlo da empresa durante várias gerações.

Mandl (2008) referiu que quando uma empresa é transferida para a próxima geração, não são só os ativos financeiros que são transferidos, mas também o capital social e cultural. Este último refere-se, por exemplo, ao sistema de valores, ou seja, a importância da honestidade, credibilidade, humildade, respeito, etc. Isso leva a um ênfase particular no compromisso pessoal e no envolvimento de membros da família dentro da empresa e, por outro lado, ao envolvimento da empresa em atividades de responsabilidade social. Mandl (2008) sugere que as empresas familiares recorrem a capitais de familiares e empréstimos bancários para se financiarem. E que os lucros são muitas vezes reinvestidos na empresa e os proprietários estão mais dispostos a esperar por um retorno sobre o investimento (o chamado "capital paciente"). Segundo Mandl (2008) as trajetórias de crescimento de empresas familiares são muito estáveis e contínuas, em comparação com empresas não-familiares, que tomam rotas mais dinâmicas e voláteis.

Sharma (2006, pág. 32), aferiu ao consultar vários estudos focados nos fundadores das empresas familiares o seguinte: “ (...) comparativamente a executivos de empresas não familiares, os executivos de empresas familiares atingem uma maior longevidade na empresa. Numa amostra de empresas americanas McConaughy (2000), verificou que os líderes de empresas familiares chegam a estar na sua posição três vezes mais tempo do que líderes de empresas não familiares (17,6 anos contra 6,43 anos). Estes prazos longos têm sido atribuídos ao facto desses CEO's enfrentarem custos cognitivos superiores e barreiras psicológicas para

sair de suas empresas (Gómez-Mejia et al, 2003, Lansberg, 1988). Embora alguns tenham relatado a experiência de solidão e tédio em manter as suas posições (Gumpert e Boyd, 1984; Malone e Jenster, 1992), outros permanecem enérgicos e rejuvenescidos durante todo o seu mandato (Keynon-Rouvinez, 2001).”

Brenes et al (2011) sugerem que os líderes das empresas familiares permanecem nos seus cargos por períodos mais longos o que leva a uma maior estabilidade na empresa. Brenes et al (2011, pág. 281) indicaram: “ (...) as empresas familiares tendem a ser complexas, pois além de lidarem com as oportunidades comuns dos negócios, têm de considerar os desejos e as necessidades da família proprietária (Ward, 2002) ”. Estes autores afirmaram que as estatísticas mostram que apenas 30% das empresas familiares sobrevivem à segunda geração, 10% sobrevivem até a terceira geração e apenas 4% subsistem além da quarta geração (Brenes et al, 2011).

Após esta consulta os diversos autores referidos convergem em diversos pontos, tais como: a estabilidade na liderança; os líderes das empresas familiares manterem-se durante mais anos nos seus cargos Brenes et al (2011) e McConaughy (2000); crescimento estável, as trajetórias de crescimento por norma são mais estáveis comparativamente a empresas não familiares, uma vez que os seus líderes assumem uma preocupação acrescida com a continuidade da empresa, tendo especial atenção à sua política de investimentos e de financiamentos Habbershon e Williams (1999), Mandl (2008) e Anderson et al (2012).

As empresas familiares exibem inúmeras características singulares, o que resulta da interação entre a família e a empresa, de seguida será abordado mais profundamente o resultado dessa interação no crescimento deste tipo de empresas.

2.1.2. O crescimento das empresas familiares

Vários autores referem que as empresas familiares têm “especificidades” diferentes das empresas não familiares. Mas é difícil chegar a um consenso sobre quais são essas “especificidades”, pois a definição de empresa familiar também não é consensual, consequentemente o tema do crescimento das empresas familiares leva-nos em diversas direções e conclusões. Na diversa literatura consultada um dos traços comuns sobre o crescimento das empresas familiares é a diferenciação entre crescimento de curto prazo e de médio longo prazo, de seguida será ilustrada as duas situações.

Mandl (2008) sugere que muitos especialistas são da opinião de que, devido ao comportamento de “risco” mais cuidado, o crescimento em empresas familiares é realizado de uma forma mais moderada no curto prazo, enquanto no longo prazo um maior nível de

sustentabilidade e desempenho económico é atingido (ou seja, a fase madura da empresa é suposto durar mais tempo, às vezes até mesmo ao longo de gerações, resultando numa média de empresas familiares mais antigas do que empresas não familiares).

Mandl (2008, pág. 68 e 69) indica-nos que: “ (...) A taxa de crescimento mais baixa no curto prazo deve-se à conhecida relutância das empresas familiares em aceitarem investidores externos, uma vez que não querem compartilhar o controlo. Isto, naturalmente, dificulta a expansão pois muitas vezes apenas podem contar com as fontes financeiras da família. Consequentemente os especialistas associam as empresas familiares a um desenvolvimento estável de crescimento contínuo e locais de trabalho sustentáveis (em comparação com outras trajetórias de crescimento que são caracterizados por picos ascendentes e descendentes e portanto com oportunidades de emprego mais precárias). O que tem de ser mantido em mente, no entanto, é que a realização do crescimento não é necessariamente um objetivo de extrema importância para empresas familiares. Para muitas empresas familiares a estabilidade da empresa e a sua manutenção para as futuras gerações é mais relevante do que o crescimento de curto prazo. Ao mesmo tempo o crescimento tem de se levar em consideração pois uma forte performance financeira/económica nem sempre implica longevidade. Muitas empresas saudáveis são vendidas ou destruídas devido a disputas familiares, em vez de falhas nos negócios (Carlock e Ward, 2005).”

Para concluir, outros fatores (por exemplo: dimensão, setor, situação económica nacional, etc), podem influenciar mais o desempenho económico das empresas do que o fator “família”. Pois, segundo Mandl (2008), os autores Heinonnen e Stenholm (2006) descobriram que não há nenhuma evidência ou razão para que o crescimento que ocorre em empresas familiares seja diferente do crescimento de empresas não familiares. No entanto, algumas das características específicas das empresas familiares direta ou indiretamente influenciam o desempenho das empresas. Por exemplo, segundo Mandl (2008), a existência de redes sociais (particularmente a nível local) e a busca pela sustentabilidade (daí, a qualidade em produtos e serviços), resulta em empresas familiares com clientes fiéis e conhecidas como parceiros de negócios fiáveis, o que segundo este autor são aspetos que agilizam os negócios diários.

A referência entre as diferenças entre o crescimento de curto prazo e de médio longo prazo nas empresas familiares já foi referido, no entanto surge uma clara evidência nos autores analisados é que não é consensual que as empresas familiares tenham uma performance melhor do que as empresas não familiares. É interessante referir o estudo da investigadora Mazzi (2011), a autora analisou diversos trabalhos sobre empresas familiares e a suas performance - alguns deles já referidos neste trabalho - e chegou a conclusão que não é possível dar uma resposta definitiva sobre o tipo de correlação que emerge entre empresas

familiares e o seu desempenho financeiro. No entanto, o que se torna evidente através da análise de diversos trabalhos referidos mais a frente neste trabalho é o facto de que grande parte destas empresas possuir no seu ADN um conjunto de características únicas que lhe permitem ser mais competitivas designadamente em termos de performance.

As empresas familiares por norma são empresas com uma dinâmica complexa, o que se deve em grande parte a um conjunto de atributos que as famílias trazem para as empresas, geralmente combinados no termo “efeito família”. As famílias podem influenciar o desempenho da empresa principalmente através dos objetivos, relacionamentos e recursos da família. As interações desses fatores com as variáveis do negócio podem determinar potenciais benefícios que se traduzem em maiores níveis de desempenho e numa potencial vantagem competitiva (Mazzi, 2011). Com base na teoria *resource-based view* os autores Habbershon et al (2006) desenvolveram um modelo uniforme da performance das empresas familiares (figura n.º 3) que demonstra que a performance das empresas familiares está ligada com as sistemáticas interações entre a família, a empresa e os membros da família. O modelo combina o pensamento da teoria de sistemas com a teoria de gestão estratégica de modo a mostrar como as influências da família podem levar a uma potencial vantagem competitiva.

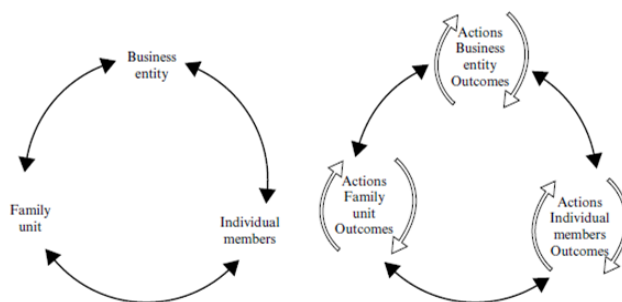


Figura n.º 3 - Modelo uniforme da performance (Habbershon et al 2006).

Em relação ao impacto de fatores de desempenho não-económicos sobre os objetivos e valores da empresa, estes têm sido amplamente documentados. Tais fatores incluem: a manutenção de um bom ambiente de trabalho, evitando confrontos; trabalho; prestígio; reconhecimento social; segurança financeira; um estilo de vida agradável; senso de justiça e desenvolvimento social. Estes objetivos e valores (que são claramente diferentes daqueles relacionados com o desempenho económico) podem ser agrupados numa dimensão: 'satisfação'. Isso representa a satisfação dos familiares com o estado das relações “família-empresa”. Esta satisfação, portanto, está relacionada com as expectativas dos membros da família em relação à empresa. O desempenho das empresas familiares, consequentemente, depende de duas dimensões qualitativamente diferentes, ou seja, o desempenho económico-financeiro e a satisfação com as relações entre a família e a empresa (Sandig et al 2006).

Para resumir o que foi referido anteriormente pode-se afirmar que nas empresas familiares uma melhor performance pode ser determinada através dos recursos familiares únicos, competências, e da capacidade de mitigar (sob certas condições) problemas de agência. Tomados em conjunto, esses fatores podem ser direcionados para a busca de uma meta estabelecida, composta por ambos os objetivos económicos e não-económicos para o benefício da família, da empresa e dos acionistas.

Por outro lado, as empresas familiares parecem ter pontos fracos que podem, eventualmente, torná-las vulneráveis a disfunções internas. Para evitar a estagnação, os gestores devem minimizar o efeito das características que podem impedir a criação de valor, como o paternalismo, ou o altruísmo excessivo. Estas desvantagens podem-se superar melhorando, nomeadamente, a sua cultura de gestão. Entre as medidas práticas que podem ser tomadas há a formação de descendentes, a supervisão da capacidade real desses descendentes para dirigir o negócio, e a parceria de gestores profissionais (Mazzi, 2011).

O crescimento é uma estratégia essencial quando já estão envolvidas diversas gerações da família. As empresas familiares, no entanto, têm mais dificuldades em realizar os investimentos necessários para aproveitar as oportunidades de crescimento, quando são necessárias fontes externas de financiamento. As empresas familiares são, geralmente, avessas à incorporação de novos acionistas e, também, tendem a evitar a captação de recursos junto de instituições financeiras (Martí et al, 2013). Poutziouris (2001) reforça a ideia de que ao tentarem salvaguardar a propriedade familiar, o controlo e a independência financeira, os proprietários e os gestores das empresas familiares muitas vezes ignoram as oportunidades de crescimento, devido à forte dependência de recursos gerados internamente.

É relevante perceber o que condiciona o crescimento nas empresas familiares, isto é, se a dimensão, a idade, a estrutura do ativo, ou a dívida, têm uma relação direta no crescimento das empresas familiares. Na próxima secção será efetuado o estudo dos determinantes do crescimento.

2.2. Os determinantes do crescimento

Em diversos estudos têm sido abordados os determinantes do crescimento, são vários os determinantes comuns às diversas investigações, tais como, a dimensão, a idade, a dívida, a produtividade da mão-de-obra, entre outros.

Os autores Martí et al (2013) analisaram a relação que os investidores de capital de risco mantêm com as empresas familiares, mais especificamente se a percentagem que os

investidores de capital de risco detêm nas empresas familiares poderá influenciar o crescimento das mesmas comparativamente a empresas não familiares. O estudo efetuado pelos autores Martí et al (2013) baseou-se numa amostra de empresas espanholas que utilizaram capital de risco, os autores concluíram que o crescimento nas empresas familiares comparativamente a empresas não familiares é menor quando os investidores de capital de risco detêm uma posição minoritária na estrutura de capital da empresa. Concluíram ainda que não existe diferença no crescimento das empresas familiares comparativamente às empresas não familiares quando os investidores de capital de risco detêm uma posição maioritária na estrutura de capital da empresa. Estas diferenças, segundo os autores, poderão ser explicadas pela incapacidade que os investidores de capital de risco têm em alterar a cultura de gestão das empresas familiares quando a maioria dos acionistas pertence à família.

Os acionistas e os gestores das empresas familiares têm algumas reticências em procurar esta fonte de financiamento, no entanto a entrada de investidores de capital de risco poderá ajudar a resolver a dificuldade que as empresas familiares têm em alterar a sua cultura organizacional, e também auxiliar a financiar um processo de expansão.

O estudo destes autores foi o ponto de partida para este trabalho. Martí et al (2013) usaram no seu estudo os seguintes determinantes do crescimento: a dimensão (medida pelo logaritmo do número de empregados); o crescimento do ativo; família, isto é se, se trata de uma empresa familiar ou não; a dimensão do investidor; o setor da empresa de capital de risco.

De seguida vão ser analisados mais detalhadamente os seguintes determinantes do crescimento: a dimensão; a idade; a dívida; a produtividade da mão-de-obra; a estrutura do ativo; a crise financeira; e, o envolvimento da família na gestão. Estes determinantes foram selecionados com base na análise efetuada à literatura, pois tratam-se dos determinantes mais usuais nos estudos relacionados com o crescimento.

2.2.1. A dimensão

A dimensão é um determinante importante porque pode ter um impacto significativo na probabilidade de falência, na qualidade da informação fornecida aos credores, entre outros. Segundo Mazzi (2011) diversos autores tais como: Anderson e Reeb (2003); Lee (2006); Villalonga e Amit (2006); Miller et al (2007) e Andres (2008) concluíram que em média as empresas familiares são menores do que as empresas não-familiares. E que, normalmente, o parâmetro mais utilizado para medir a dimensão da empresa é o valor dos ativos totais (através do logaritmo do ativo total). Outras medidas utilizadas para estimar a dimensão das empresas são: as vendas; vendas líquidas; e, o número de empregados. As empresas familiares

com gestores profissionais são, em média, maiores do que as que são geridas pelos fundadores ou pelos seus herdeiros (Mazzi, 2011).

Segundo Gibrat (1931) o crescimento da empresa é independente da sua dimensão anterior. Pequenas e grandes empresas podem alcançar a mesma taxa de crescimento, algumas empresas crescem e sobrevivem, enquanto outras não conseguem alcançar uma taxa de crescimento sustentada e acabam por não sobreviver nos seus mercados de atuação. Na literatura, as conclusões de Gibrat (1931) tornaram-se conhecidas como a Lei de Gibrat (Carvalho et al, 2013). No entanto, a Lei de Gibrat é questionada por diversos autores que argumentam que o crescimento não é independente da sua dimensão. Segundo Nunes et al (2013, pág. 251 e 252): “ (...) As pequenas empresas tendem a ter taxas mais elevadas de crescimento e um certo grau de continuidade, até que chegam perto de atingir ou atingem, uma dimensão que lhes permite sobreviver. Neste contexto, Barkham et al (1996) concluem que a motivação para o crescimento das pequenas e médias empresas é, essencialmente, devido à necessidade de atingir uma dimensão que lhes permita enfrentar a concorrência efetiva e potencial nos seus mercados de atuação, a fim de sobreviver. A motivação para o crescimento em grandes empresas, de acordo com Barkham et al (1996), deve-se essencialmente a alterações na estratégia com o objetivo de maximizar os lucros.”

As empresas nos primeiros anos do seu ciclo de vida procuram atingir um limite mínimo de eficiência, que lhes permita sobreviver nos seus mercados, ou seja, procuram taxas de crescimento elevadas que lhes viabilize alcançar uma dimensão eficiente. Segundo Serrasqueiro e Nunes (2008), é possível encontrar uma relação positiva entre dimensão e desempenho, mas os aumentos de desempenho associados com a dimensão tornam-se menores acima de uma determinada dimensão.

Uma maior dimensão pode trazer benefícios para as empresas familiares, pois de acordo com Serrasqueiro et al (2015, pág. 12): “ (...) contribui para uma diminuição da assimetria da informação entre proprietários, gestores e credores, contribuindo para que empresas mais velhas e de maior dimensão tenham acesso mais fácil ao crédito, uma vez que: (...) uma dimensão maior da empresa implica menor probabilidade de falência (Ang, 1991; Chittenden et al, 1996); uma dimensão maior da empresa implica uma maior quantidade e melhor qualidade das informações prestadas aos credores (Van Caneghem e Van Campenhout, 2012); as empresas com uma dimensão maior têm menos possibilidade de mudar a sua composição de ativos, o que implica um certo nível de garantias (Pettit e Singer, 1985; Ang, 1991, Berger e Udell, 1998).”

De acordo com o referido anteriormente, Serrasqueiro e Nunes (2008) realçam que o aumento da dimensão da empresa pode contribuir para o aumento do desempenho, pelas

seguintes razões: as empresas maiores são mais capazes de tirar partido das economias de escala, e uma maior dimensão implica a possibilidade de maior diversificação das atividades, permitindo às empresas lidarem mais eficazmente com possíveis mudanças do mercado, bem como com situações de alto risco.

A dimensão enquanto determinante do crescimento das empresas familiares pode revelar-se importante, pois as empresas familiares de menor dimensão, por vezes devido à qualidade da informação fornecida aos credores, têm mais dificuldade em aceder a financiamento externo, o que pode ter como consequência o desaproveitamento de oportunidades de crescimento. Por outro lado, as empresas familiares de maior dimensão, normalmente, podem proporcionar um nível de garantias superior aos seus credores o que pode facilitar o acesso ao financiamento externo, o que pode levar estas empresas a efetuar um aproveitamento mais eficiente das oportunidades de crescimento.

2.2.2. A Idade

A idade é um determinante importante no crescimento das empresas familiares. Por norma, empresas mais velhas têm mais reputação junto dos mercados, dos seus clientes, ou dos seus credores, o que é positivo, mas, no entanto, é comum empresas mais velhas demonstrarem taxas de crescimento inferiores em comparação com empresas mais jovens.

Segundo Yasuda (2005), desde a década de 1980 que diversas investigações deixaram claro que a idade da empresa, ou seja, o tempo passado desde o início da empresa, é uma variável explicativa importante do crescimento das empresas. Segundo Diamond (1989), empresas com mais idade têm uma reputação superior junto dos credores e Molly et al (2010) referem-nos que as empresas mais velhas têm uma maior possibilidade de formação de relações de confiança com os credores.

Fariñas e Moreno (1997) concluem que as empresas mais jovens apresentam taxas mais elevadas de crescimento, porque o seu objetivo mais imediato é chegar a uma determinada dimensão, a fim de garantir a sua sobrevivência. De acordo com estes autores, quando esse objetivo for obtido, eles tendem a reduzir a sua taxa de crescimento.

No que diz respeito à relação entre a idade e o crescimento das pequenas e médias empresas ao longo do seu ciclo de vida, Nunes et al (2013, pág. 251) referem: “ (...) Lotti et al (2009) encontram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a idade e crescimento das pequenas e médias empresas italianas no início do seu ciclo de vida, sendo a relação estatisticamente insignificante quando as pequenas e médias empresas atingem fases posteriores do seu ciclo de vida. ”Considerando que as pequenas e médias empresas jovens no início da sua atividade podem ter o objetivo de alcançar uma escala mínima de eficiência que

lhes permita sobreviver nos seus mercados, é expectável que o crescimento seja considerável nos anos imediatamente após a entrada no mercado, no entanto o crescimento diminuirá à medida que as PME fiquem mais perto da dimensão mínima necessária para a sua sobrevivência. Para fases posteriores do ciclo de vida das PME, é expectável que a relação entre idade e crescimento vá perdendo importância, uma vez que o crescimento dependerá mais de possibilidades de negócios estratégicos do que a necessidade de atingir uma determinada dimensão eficiente (Nunes et al, 2013).

Serrasqueiro et al (2015) referem que as empresas familiares mais novas e de menor dimensão têm uma clara preferência por financiamento interno, em contrapartida do financiamento externo. Além disso, Serrasqueiro et al (2015, pág. 10) indicam: “ (...) o facto de serem mais novas e de menor dimensão contribui para uma menor reputação nos mercados, maior probabilidade de falência, maior capacidade de alterar a composição dos ativos (Pettit e Singer, 1985; Diamond, 1989; Ang, 1991; Chittenden et al, 1996, Berger e Udell, 1998).”

Quanto à relação esperada entre a idade e crescimento, as conclusões de Shane e Venkataraman (2000) são muito relevantes. Os autores concluem que as empresas mais jovens têm uma maior perceção do risco que as empresas mais velhas. Esta maior perceção de risco, combinado com a necessidade de alcançar uma escala mínima de eficiência permite que as empresas sobrevivam nos seus mercados, o que implica a seleção de projetos de investimento altamente rentáveis que podem contribuir para as empresas mais novas terem taxas de crescimento relativamente altas em comparação com empresas mais velhas (Carvalho et al, 2013).

Evans (1987) estudou, com base em dados de painel, empresas industriais dos Estados Unidos da América, e concluiu que a idade tem um efeito negativo sobre o crescimento da empresa. Geroski e Gugler (2004) investigaram a relação entre o crescimento e a idade das empresas numa grande amostra de quase 65.000 empresas industriais e agrícolas, pertencentes a 14 países europeus no período de 1994 a 1998, concluindo que o efeito do ciclo de vida determina significativamente o processo de crescimento de empresas jovens e pequenas.

Uma empresa é concebida com o fim de superar a mortalidade de um ser humano, mas envelhece e a taxa de crescimento cai lentamente devido ao envelhecimento, esta realidade tem um impacto importante na política económica de um país. Ou seja, para manter uma economia forte e, consecutivamente, criar novas oportunidades de emprego, é necessário que as empresas pequenas e jovens entrem sucessivamente na economia (Yasuda, 2005).

Nestes últimos parágrafos foi descrito que em diversos estudos ao longo dos anos tem sido abordado a idade como um determinante do crescimento. Nesses estudos o que é

realçado é o facto de a idade ter um impacto significativo no crescimento de empresas jovens, pois diversos autores destacam o facto de as empresas no início da sua atividade procurarem taxas altas de crescimento, que lhes permita alcançar uma determinada escala de eficiência. Será que as empresas familiares têm um comportamento idêntico a outro tipo de empresas no que diz respeito ao crescimento? É expectável obter uma relação negativa entre a idade das empresas familiares e o crescimento? Tratam-se de questões pertinentes, pois no caso das empresas familiares ainda não existem uma diversidade de estudos tão grande como no caso de outro tipo de empresas. Mas, como referiu Serrasqueiro et al (2015), as empresas familiares mais jovens por norma têm um nível de reputação menor junto dos mercados. O nível de reputação, ou, por exemplo, o nível de garantias, pode ser um entrave no crescimento das empresas familiares jovens.

2.2.3. A Dívida

As empresas familiares são conhecidas pelo seu comportamento mais avesso ao risco. É relevante analisar se as decisões das empresas familiares sobre a sua estrutura financeira, ou a maturidade da sua dívida, têm um impacto no crescimento.

Normalmente a capitalização das empresas familiares provém principalmente de fundos da família e de financiamento bancário. Os lucros são frequentemente reinvestidos na empresa e os proprietários estão mais dispostos a esperar por um retorno sobre os seus investimentos, o que possibilita a existência de um crescimento constante na empresa. O financiamento externo muitas vezes não é apreciado pois acarreta o risco de ter de partilhar o controlo, a gestão ou o poder de decisão. Esta realidade, no entanto, é muito semelhante à realidade do sector das pequenas e médias empresas em geral (Mandl, 2008).

Lyagoubi (2006) estudou uma amostra de empresas francesas familiares e não familiares e os seus principais resultados mostram que as empresas familiares apresentam um comportamento financeiro específico influenciado pelos objetivos e características do seu principal acionista (a família). No seu estudo, Lyagoubi (2006) concluiu que as empresas familiares dirigidas por um CEO externo à família, são mais endividadas do que as empresas familiares geridas pelo proprietário da empresa. Em relação à maturidade da dívida, Lyagoubi (2006) não encontrou diferenças significativas entre as empresas familiares e não-familiares.

Baker e Nelson (2005) concluem que quando as PME usam a dívida, estas tendem a gerir os seus recursos financeiros de forma eficiente, dada a necessidade para pagamento da dívida, e os seus encargos, durante um período constante. Segundo Carvalho et al (2013) a possibilidade de as pequenas e médias empresas gerirem os seus recursos financeiros,

particularmente a dívida, de forma eficiente pode implicar um efeito positivo da dívida sobre o crescimento das PME.

De acordo com Serrasqueiro e Nunes (2008, pág. 197 e 198): “ (...) existem dois argumentos teóricos relevantes para um maior nível de dívida ser capaz de influenciar negativamente o desempenho: em primeiro lugar, o esforço para pagar os juros da dívida reflete-se na reduzida capacidade de aproveitar as boas oportunidades de crescimento (Goddard et al 2005); e, segundo, os gestores pretendem investir em projetos rentáveis, mas de alto risco. Com base nessa possibilidade, os credores impõem condições mais restritivas para a concessão de crédito, contribuindo para a diminuição de desempenho (Jensen e Meckling, 1976).”

No entanto, os níveis mais elevados de dívida podem não implicar um desempenho menor da empresa. Pois a dívida força os gestores a gerir os recursos de forma mais eficiente, devido à redução nos fluxos de caixa, uma vez que existe a necessidade de pagar os juros da dívida periodicamente (Serrasqueiro e Nunes, 2008).

A estrutura da dívida engloba o passivo total da empresa, ou seja, o passivo não corrente e passivo corrente, onde estão inseridas entre outras rubricas, a rubrica dos financiamentos de curto prazo obtidos e a rubrica dos financiamentos de médio e longo prazo obtidos pela empresa. Normalmente as empresas para financiarem os seus ativos recorrem a endividamento, para ativos correntes devem recorrer a passivos correntes (endividamento de curto prazo), para ativos não correntes devem recorrer a passivos não correntes (endividamento de médio longo prazo).

A facilidade no acesso ao endividamento de curto prazo e ao endividamento de médio longo prazo não é semelhante, principalmente para empresas de dimensão reduzida. Normalmente o acesso a endividamento de curto prazo é mais fácil para empresas pequenas, uma vez que os credores tem uma maior possibilidade de controlo, além disso as instituições financeiras preferem este tipo de maturidade para as pequenas empresas pois o nível de risco associado é menor. Myers (1977) conclui que, para os credores, é mais fácil monitorizar o cumprimento dos compromissos relacionados com a dívida de curto prazo, dada a necessidade das empresas pagarem a dívida e os seus encargos ao longo de um período mais curto de tempo.

Segundo o estudo de Lyagoubi (2006) as empresas familiares parecem ter uma maior assimetria de informação, ligado a uma preferência por autonomia no processo de decisão, logo se as empresas familiares tivessem a possibilidade de escolher o vencimento da dívida, estas escolheriam financiamentos de médio longo prazo. No entanto, os custos de assimetria

de informação poderão impossibilitar a escolha deste tipo de financiamento e encaminhar as empresas familiares para financiamentos de curto prazo.

Os autores Serrasqueiro et al (2011) concluíram que empresas familiares não são excessivamente dependentes de dívida de curto prazo. Os resultados obtidos por estes autores referem que quando o financiamento interno é insuficiente, as empresas familiares recorrem mais a dívida de longo prazo do que a dívida de curto prazo, e o rácio de ajuste da dívida de longo prazo em direção ao nível ótimo é maior do que o rácio de ajuste da dívida de curto prazo em direção ao nível ótimo. Serrasqueiro et al (2011) sugerem, com base nos resultados obtidos, que a “propriedade familiar” é uma característica importante para diminuir os problemas de assimetria de informação entre os proprietários, gestores e credores.

As empresas familiares devido às suas especificidades muito próprias podem tomar decisões sobre a sua estrutura da dívida que afetem o crescimento da sua empresa positiva ou negativamente. Frequentemente as empresas familiares optam por financiamento interno em contrapartida do financiamento externo, mas quando recorrem a este instrumento é expectável que o utilizem de forma eficiente (pois a quantidade de recursos disponíveis é menor) e, conseqüentemente, essa utilização eficiente dos recursos disponíveis pode ter um impacto positivo no crescimento.

2.2.4. A Produtividade da mão-de-obra

A produtividade é um fator preponderante para o sucesso de qualquer tipo de empresa. As empresas familiares não são exceção, estas empresas também procuram otimizar a produtividade da sua mão-de-obra, de modo a auxiliar a maximização do valor da empresa e a prosseguir um dos objetivos principais das empresas familiares: a manutenção da empresa para as gerações futuras. Alvarez e Görg (2009) afirmam que qualquer modelo que queira estudar o crescimento das empresas deve conter a produtividade como uma variável independente.

A teoria económica apoia a premissa de que uma maior produtividade incita o crescimento das micro e pequenas empresas, uma vez que a produtividade pode ser uma vantagem competitiva. Fatores como educação e a experiência podem aumentar diretamente as capacidades dos proprietários e funcionários das micro e pequenas empresas, logo estes indivíduos são mais propensos a adotar ou criar práticas que aumentem os níveis de produtividade, e esta maior produtividade, em seguida, contribui para o crescimento (Nichter e Goldmark, 2005).

Rogers (2004) conclui que a dimensão menor das pequenas e médias empresas pode implicar uma maior flexibilidade organizacional, em comparação com as grandes empresas. O

autor afirma que uma maior flexibilidade organizacional das PME pode significar um ambiente organizacional mais favorável a uma maior produtividade da mão-de-obra.

Nunes et al (2013) afirmam que nos primeiros anos de atividade, dada a maior probabilidade de falência, as PME estão preocupadas acima de tudo em alcançar uma escala mínima de eficiência que lhes permita sobreviver nos seus mercados. Em fases posteriores do ciclo de vida, quando as PME estão mais estabelecidas nos seus mercados, é expectável que uma maior produtividade da mão-de-obra leve a estratégias de diversificação. Estas estratégias de diversificação podem contribuir para o aumento do crescimento em fases posteriores do ciclo de vida das PME.

Morikawa (2013) analisou uma amostra de empresas familiares e não familiares japonesas, cotadas e não cotadas, concluiu que depois de controlar a dimensão da empresa, a idade e o setor, o crescimento das taxas anuais da produtividade da mão-de-obra e do fator total da produtividade das empresas familiares é cerca de 2% mais lento do que nas empresas não-familiares. Este estudo do autor Morikawa (2013) leva-nos a refletir o seguinte: o facto de estas empresas familiares terem uma taxa de crescimento da produtividade mais lenta implica que nas empresas familiares possa existir uma relação negativa entre a produtividade da mão-de-obra e o crescimento. Existem diversos estudos sobre o crescimento das pequenas e médias empresas, nos quais referem o efeito positivo da produtividade da mão-de-obra no crescimento. É conhecido que estas empresas têm bastantes pontos comuns com as empresas familiares, mas é possível que no caso da produtividade da mão-de-obra não exista esse tipo de paralelismo.

Durante o ciclo de vida da empresa, mudanças na produtividade tendem a ser irregulares. Para as empresas de todas as dimensões, adicionando uma ou mais unidades de capital ou de trabalho, nem sempre resulta em aumentos imediatos de produtividade (Nichter e Goldmark, 2005).

Em suma, é expectável que as empresas mais produtivas cresçam, mas como foi referido anteriormente a produtividade tende a ser irregular ao longo do ciclo de vida de uma empresa. No entanto, segundo Mandl (2008), as empresas familiares em Espanha, oferecem um melhor ambiente de trabalho, a fim de atingir condições mais estáveis para as suas empresas, que constitui a pré-condição para o crescimento contínuo. O que resulta numa maior lealdade por parte dos seus funcionários. O bom ambiente de trabalho e a lealdade dos funcionários podem ser importantes fatores para um aumento de produtividade nas empresas familiares e, consequentemente, para um aumento do crescimento.

2.2.5. A Estrutura do ativo

As empresas familiares têm características muito próprias. Portanto, torna-se relevante estudar se a estrutura do ativo das empresas familiares tem algum impacto no crescimento, isto é, se a percentagem de ativos fixos tangíveis ou ativos intangíveis no total do ativo pode influenciar o crescimento destas empresas.

Segundo Myers (1977), as empresas com uma maior percentagem de ativos tangíveis recorrem mais a dívida. Os autores Serrasqueiro et al (2015) corroboraram esta afirmação quando estudaram a influência da idade e da dimensão no financiamento das empresas familiares. Utilizaram no seu modelo como uma das suas variáveis independentes o rácio entre os ativos tangíveis (terrenos, equipamentos) e o total do ativo, o que é particularmente importante porque estes ativos podem servir de garantia para os credores em relação aos financiamentos da empresa. Serrasqueiro et al (2015) verificaram que as empresas familiares mais velhas e de maior dimensão recorrem mais a dívida em função da idade e da tangibilidade dos ativos, do que outras empresas familiares constantes da amostra em estudo usada pelos autores (empresas familiares mais novas e de menor dimensão).

Serrasqueiro e Nunes (2008) referem que diversos estudos, tais como: Griliches e Lichtenberg (1984); Pusher (1995); Smith et al (2004) e Nucci et al (2005), identificaram uma relação positiva entre o nível de ativos intangíveis e o desempenho da empresa. As empresas mais direcionadas para atividades inovadoras têm uma maior percentagem de ativos intangíveis, mostrando níveis mais elevados de desempenho. Muitos investigadores que estudaram as empresas familiares identificam as suas atitudes em relação ao investimento em despesas de I&D, como avessas ao risco.

Calvo (2006) evidencia que a despesa em inovação influencia o crescimento das pequenas e médias empresas de forma positiva. Logo as empresas mais direcionadas para atividades inovadoras têm uma maior percentagem de ativos intangíveis, consequentemente níveis mais elevados de desempenho, o que faz com seja expectável que exista uma relação negativa entre o nível de ativos tangíveis e o crescimento.

Hall (1987) defende que o crescimento está positivamente relacionado com os investimentos em I&D. Yasuda (2005) investigou a relação entre o crescimento, a dimensão, a idade e o comportamento das empresas japonesas nas atividades de I&D e de subcontratação, com base nos dados de quase 14.000 empresas do setor da indústria. Yasuda (2005) concluiu que as despesas em I&D por empregado têm um efeito positivo significativo sobre o crescimento das empresas, que justifica o argumento feito por Hall (1987).

Recentemente, Anderson et al (2012) analisaram as 2.000 maiores empresas nos EUA e constataram que as empresas familiares dedicam menos recursos financeiros a investimentos em I&D do que as empresas não-familiares.

Como já foi referido nestes últimos parágrafos, o investimento em atividades inovadoras, através de atividades de I&D, pode revelar-se extremamente importante para o crescimento das empresas. As empresas familiares ao dedicaram menos recursos a este tipo de investimento e, consequentemente, a terem uma menor percentagem de ativos intangíveis, poderão obter um crescimento menor.

2.2.6. A Crise financeira

Diversos autores mencionam que em períodos de crise financeira a possibilidade de existir uma contração no crescimento é elevada. Nas empresas familiares também essa possibilidade é elevada, pois estas empresas normalmente já têm dificuldade em aceder ao mercado de capital, com a falta de liquidez do mercado essa situação tem tendência agravar-se.

Segundo os autores Burger et al (2013) a literatura sugere que as empresas com um menor nível de endividamento, e as que são menos dependentes de fontes externas de financiamento, têm melhores possibilidades de resistir às pressões da recessão económica e às limitações financeiras que são típicas de períodos de crise. Estes fatores são uns dos principais motivos que restringem o crescimento das empresas em períodos de recessão económica.

Os autores Bartz e Winkler (2016) analisaram o crescimento de pequenas e jovens empresas alemãs durante a crise de 2009. Estes autores defendem que em relação ao crescimento as pequenas empresas apresentam uma vantagem em comparação com as grandes empresas, tanto em períodos estáveis como em períodos de crise, e interpretam isso como uma vantagem da flexibilidade das pequenas empresas. Bartz e Winkler (2016) sugerem que as pequenas empresas são mais flexíveis, e que essa flexibilidade em relação às empresas de maior dimensão se deve ao facto de as grandes empresas frequentemente demonstrarem uma certa inércia e uma incapacidade de otimizar as suas operações num ambiente adverso.

Os autores Serrasqueiro et al (2015) estudaram a relação entre a crise financeira de 2008 e a dívida, e obtiveram uma associação negativa e estatisticamente significativa, independentemente da amostra considerada. No entanto, constataram que a magnitude das relações estimadas era maior em empresas pequenas e jovens. Também verificaram que a crise financeira de 2008 foi relevante para a redução da dívida em empresas familiares jovens e de dimensão reduzida. O que aponta para que a idade e a menor dimensão sejam

características fundamentais para as empresas familiares, sendo estas especialmente expostas a este tipo de choques externos. Serrasqueiro et al (2015) sugerem que os choques externos contribuem para que as empresas familiares se tornem mais dependentes de financiamento interno. Sendo que esta evidência, especialmente relevante em empresas familiares jovens e de reduzida dimensão, pode estar relacionada com o fato de que, em períodos de crise financeira, os credores tornaram as condições de crédito mais difíceis para empresas familiares jovens e de reduzida dimensão.

Vermoesen et al (2013) constataram que a crise financeira global teve consequências para as possibilidades de financiamento das pequenas e médias empresas, nomeadamente no que respeita às restrições enfrentadas pelas PME no acesso ao financiamento externo. Estes autores defendem que restrições maiores no acesso ao financiamento externo, devido à crise financeira global, pode significar uma redução do investimento e, consequentemente, uma taxa de crescimento reduzida nas PME.

Carvalho et al (2013) argumentam que em tempos de crise financeira é expectável que nas PME exista um acesso mais restrito ao financiamento externo do que nas grandes empresas, tornando o acesso à dívida ainda mais complicado. Logo, em períodos de crise financeira, as PME ficam mais dependentes de financiamento interno para financiar o seu crescimento.

Em suma, a crise financeira pode condicionar o crescimento das empresas familiares. Em Portugal, as empresas familiares são fundamentalmente micro, pequenas ou pequenas e médias empresas. Este tipo de empresas pode ficar limitada em períodos de crise financeira, com a falta da liquidez para financiar os seus investimentos e potencializar as suas oportunidades de crescimento. No entanto, estas empresas podem ter uma vantagem em relação às grandes empresas que consiste na flexibilidade, no sentido em que existe uma maior proximidade no controlo das operações, possibilitando uma adaptação mais rápida a situações adversas.

2.2.7. O Envolvimento da família na gestão

Em toda a Europa, as empresas familiares são caracterizadas por um domínio na gestão por parte da família. Segundo Mandl (2008, pág.62): “ (...) Na Finlândia, 2/3 dos membros do conselho de administração são membros da família. Quase 70% das empresas têm um membro da família como o diretor-gerente e 80% têm um membro da família como o diretor do conselho de administração (Kansikas et al, 2007); (...) Comparativamente a maior participação dos gestores familiares existe na Suécia, onde mais de 90% das empresas familiares têm um membro da família como líder (Emling, 2000)”. Uma vez que existe uma

predominância tão grande de membros da família envolvidos na gestão, é pertinente investigar se esse envolvimento é benéfico, ou não, para o crescimento das empresas familiares.

Muitos especialistas explicam esse domínio da família por uma falta de vontade de compartilhar o controlo com partes externas e do medo de que os gestores externos não compreendam os princípios e os valores da empresa. Nas empresas familiares de maior dimensão, é mais comum empregarem gestores que não são membros da família. O que leva à suposição de que também o fator custo é decisivo (ou seja, os gestores externos são mais caros do que os membros da família que estão dispostos a aceitar salários mais baixos para o benefício e sustentabilidade da empresa). Um dos efeitos deste domínio da família na gestão é um nível comparativamente baixo na rotatividade da gestão sénior, fornecendo uma alavanca para a estabilidade da empresa (Mandl, 2008). De acordo com Mandl (2008, pág.63), alguns autores “ (...) avaliam este facto como uma barreira para o crescimento futuro (Krošlákóv, 2007; Strážovská et al, 2008) ”.

Os autores Anderson e Reeb (2003) referem a existência de um desempenho diferencial nas empresas familiares com base no CEO. Especificamente descobriram que os CEOs que são membros da família (fundadores ou descendentes dos fundadores) apresentam uma relação positiva com as medidas de rendibilidade contabilísticas (tais como: EBITDA ou EBIT). No entanto, a rendibilidade de mercado (usualmente medida através do Q de Tobin, estimado através do rácio entre o valor de mercado da empresa e o total do ativo) parece ser melhor apenas na presença de CEOs fundadores da empresa e CEOs externos, caso o CEO seja descendente do fundador não existe qualquer tipo de efeito sobre a rendibilidade de mercado. Mas em conjunto os resultados sugerem que as empresas familiares, com um CEO que pertence à família ou um CEO externo a família, apresentam desempenho superior em relação às empresas não familiares.

Anderson e Reeb (2003) defendem a existência de um efeito positivo por parte da família na performance das empresas familiares, no entanto os autores Kim e Gao (2013) realçam que os resultados de estudos empíricos sobre o efeito do envolvimento da família na gestão no desempenho das empresas familiares, até à data, são inconsistentes: positivo (por exemplo, Anderson e Reeb, 2003; Lee, 2006), negativo (por exemplo, Filatotchev et al 2005; Westhead e Howorth, 2006), e nenhuma associação (por exemplo, Daily e Dollinger, 1992; Villalonga e Amit, 2006). Os resultados empíricos conflitantes podem ser atribuíveis às contraditórias previsões teóricas, inconsistências metodológicas, bem como a falta de atenção aos fatores organizacionais que podem moderar a relação entre o envolvimento da família na gestão e o desempenho (Kim e Gao, 2013).

Mandl (2008) afirma que, no que diz respeito ao género, em especial no âmbito das transferências de empresas, diferenças interessantes podem ser encontradas em diversos estudos realizados por toda a Europa. Segundo Mandl (2008, pág.63) " (...) Um estudo efetuado na Eslovénia (Kozina, 2006) concluiu que a possibilidade de o filho mais velho acabar como o sucessor é forte (mencionado por 76% dos entrevistados), enquanto o género é um aspeto não relevante (em 30% dos negócios, o filho mais velho é uma filha e é o sucessor). Em contraste com isso, as empresas familiares noruegueses têm sido mais tradicionais e tendem a passar as empresas ao filho mais velho (Bartz-Johannessen, 2002), apesar do facto de que ambos os géneros, de acordo com a lei das sucessões, terem o mesmo direito de herança há mais de 150 anos (Jensen, 2007). No entanto, atualmente, e devido às mudanças de igualdade e de género na sociedade, há uma mudança neste padrão. Cada vez mais as mulheres da geração seguinte assumem a empresa da família."

Segundo Chrisman et al (2007, pág. 1008): " (...) Danes et al (2007) desenvolveram um conjunto de hipóteses sobre os efeitos diretos do género do principal proprietário da empresa familiar nas práticas de gestão e na receita bruta. As suas hipóteses foram testadas usando dados de painel de 301 empresas familiares extraídas da *Nacional Family Business Survey*, uma amostra representativa de empresas familiares dos EUA. Danes et al (2007) concluíram que o género tem uma influência direta sobre as receitas do negócio." Danes et al (2007) contribuíram para a literatura, mostrando que nomeadamente os *stocks*, os fluxos de caixa, e uso dos recursos financeiros diferem consoante o género do proprietário da empresa familiar, e que essas diferenças têm um efeito sobre a dimensão da empresa, medida pela receita bruta (Chrisman et al 2007).

Como foi referido anteriormente, os resultados obtidos nos diversos estudos sobre a relação entre o envolvimento da família na gestão e o crescimento das empresas familiares são divergentes. Estes resultados um pouco ambíguos devem-se em grande parte a inconsistências metodológicas e ao facto de frequentemente ser descurado as características das empresas familiares que podem moderar a relação entre o envolvimento da família na gestão e o crescimento.

Na tabela 1 são indicados o que os estudos empíricos, particularmente os referidos anteriormente neste ponto, concluíram acerca da relação esperada das variáveis explicativas com o crescimento.

Tabela 1 – A relação esperada dos determinantes referidos na revisão da literatura com o crescimento

	Crescimento
Dimensão	(+) / (-)
Idade	(-)
Dívida	(+) / (-)
Produtividade da mão-de-obra	(+)
Estrutura do ativo	(-)
Crise financeira	(-)
Envolvimento da família na gestão	(+) / (-)

3. METODOLOGIA

Após a revisão da literatura que abordou as características das empresas familiares, o crescimento das empresas familiares e os determinantes do crescimento, segue-se a apresentação dos objetivos, hipóteses, dados e variáveis que serão utilizados na aplicação empírica que se pretende realizar.

3.1 Objetivos e Hipóteses

Neste trabalho de investigação o principal objetivo consiste em estudar os determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas. Para o alcance do objetivo geral surgem os seguintes objetivos específicos:

- Caracterizar as empresas familiares portuguesas;
- Estudar os determinantes do crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito da dimensão no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito da idade no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito do endividamento no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito da estrutura do ativo no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o impacto da produtividade da mão-de-obra no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o efeito da crise da financeira no crescimento das empresas familiares;
- Analisar o impacto no crescimento do envolvimento da família na gestão.

Para determinar como se comporta o crescimento das empresas familiares portuguesas, serão formalizadas hipóteses que ajudem a compreender os efeitos de todos os determinantes do crescimento referidos no capítulo da revisão da literatura.

Como foi referido na revisão da literatura, os autores Serrasqueiro e Nunes (2008) defendem que é possível encontrar uma relação positiva entre dimensão e o desempenho, mas os aumentos de desempenho associados com a dimensão tornam-se menores acima de uma determinada dimensão. Uma dimensão superior pode trazer vantagens para as empresas familiares pois contribui para uma diminuição da assimetria da informação entre proprietários, gestores e credores; uma maior dimensão das empresas implica uma probabilidade de falência inferior; as empresas com uma dimensão maior têm menos possibilidade de mudar a sua composição de ativos, o que implica um certo nível de garantias. Mazzi (2011) refere que, normalmente, as empresas familiares são menores do que as empresas não familiares, neste

estudo não será possível comparar diretamente empresas familiares e não familiares, mas será interessante perceber se a dimensão das empresas familiares têm algum impacto no crescimento. Com base nos argumentos referidos, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 1: Existe uma relação positiva entre a dimensão e o crescimento das empresas familiares.

As empresas mais velhas por norma têm uma reputação superior junto dos credores e dos seus clientes. Quanto à relação esperada entre a idade e crescimento, os autores Shane e Venkataraman (2000) concluem que as empresas mais jovens têm uma maior perceção do risco que as empresas mais velhas. Esta maior perceção de risco implica a seleção de projetos de investimento altamente rentáveis, que podem contribuir para as empresas mais novas terem taxas de crescimento relativamente altas em comparação com empresas mais velhas (Carvalho et al, 2013). Com base nos argumentos referidos formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: Existe uma relação negativa entre a idade e o crescimento das empresas familiares.

Segundo Serrasqueiro e Nunes (2008) a dívida força os gestores a gerir os recursos de forma mais eficiente, devido à redução nos fluxos de caixa, uma vez que existe a necessidade de amortizar, de acordo com o plano acordado, a dívida. O que indica que níveis elevados de endividamento não implicam necessariamente um crescimento menor da empresa. Será interessante perceber se ao estudarmos o endividamento das empresas familiares, mais especificamente o endividamento de curto prazo e de médio longo prazo, vamos encontrar algum tipo de impacto no crescimento. Logo formulam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 3: Existe uma relação positiva entre o endividamento e o crescimento das empresas familiares.

Hipótese 3a: Existe uma relação negativa entre o endividamento de curto prazo e o crescimento das empresas familiares.

Hipótese 3b: Existe uma relação positiva entre o endividamento de médio longo prazo e o crescimento das empresas familiares.

Na revisão da literatura foi referido que uma maior produtividade incita o crescimento das micro e pequenas empresas, uma vez que a produtividade pode ser uma vantagem competitiva. No caso das empresas familiares é referido que a existência de um bom ambiente de trabalho pode ter um efeito positivo na produtividade e, consequentemente, no crescimento. Nunes et al (2013) afirmam que, quando as pequenas e médias empresas estão mais estabelecidas nos seus mercados, é expectável que uma maior produtividade da mão-de-obra leve a estratégias de diversificação. Logo, estas estratégias podem contribuir para o aumento do crescimento. Será interessante testar se no caso das empresas familiares existe o mesmo tipo de relação entre a produtividade da mão-de-obra e o crescimento, o que leva a formular a seguinte hipótese:

Hipótese 4: Existe uma relação positiva entre a produtividade da mão-de-obra e o crescimento das empresas familiares.

O facto de algumas empresas familiares terem uma grande percentagem de ativos tangíveis poderá ser um indicador de que se dedicam menos a atividades inovadoras. E, segundo Serrasqueiro e Nunes (2008), as empresas que se dedicam mais a atividades inovadoras têm uma maior percentagem de ativos intangíveis, mostrando níveis mais elevados de desempenho. Logo, se as empresas mais direcionadas para atividades inovadoras têm uma maior percentagem de ativos intangíveis, consequentemente níveis mais elevados de desempenho, subentende-se que exista uma relação negativa entre o nível de ativos tangíveis e o crescimento. Anderson et al (2012) observaram que as empresas familiares dedicam menos recursos a investimentos de longo prazo do que empresas não familiares, os autores dividiram o investimento de longo prazo em dois componentes, investigação e desenvolvimento (I&D) e ativos fixos, constatando que as empresas familiares preferem investir em ativos fixos do que em projetos de I&D (que podem acarretar um nível de risco superior). O que indica que a escolha por investimentos em ativos fixos tangíveis pode ter uma repercussão no crescimento das empresas familiares, logo formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 5: Existe uma relação negativa entre o nível de ativos tangíveis e o crescimento das empresas familiares.

Em períodos de crise financeira normalmente os credores tornam as condições de acesso ao crédito mais difíceis. Segundo Serrasqueiro et al (2015), este tipo de choques externos contribuem para que as empresas familiares se tornem mais dependentes de financiamento

interno. Com foi referido na revisão da literatura, as empresas com um menor nível de endividamento e as que são menos dependentes de fontes externas de financiamento têm melhores possibilidades de resistir às crises financeiras. As crises financeiras e as consequentes limitações financeiras têm um impacto significativo no crescimento das empresas.

Vermoesen et al (2013) constataram que a crise financeira global teve consequências para as possibilidades de financiamento das pequenas e médias empresas, nomeadamente no que respeita às restrições enfrentadas pelas PME no acesso ao financiamento externo. Estes autores defendem que este tipo de restrições pode implicar uma redução do investimento e, consequentemente, uma taxa de crescimento reduzida nas PME. Também nas empresas familiares a redução no acesso ao financiamento externo pode significar uma redução no investimento e provavelmente no crescimento. Com base neste argumento formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 6: A crise financeira possui um impacto negativo no crescimento das empresas familiares.

Os autores Anderson e Reeb (2003), na sua investigação, referem a existência de um desempenho diferencial nas empresas familiares com base no CEO. Os seus resultados sugerem que as empresas familiares, com um CEO que pertence à família ou um CEO externo a família, apresentam desempenho superior em relação às empresas não familiares. Logo, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 7: Quando o administrador da empresa pertence à família existe um efeito positivo no crescimento das empresas familiares.

Danes et al (2007) concluíram que nomeadamente os *stocks*, os fluxos de caixa, e uso dos recursos financeiros diferem consoante o género do proprietário da empresa familiar, e que essas diferenças têm um efeito sobre a dimensão da empresa, medida pela receita bruta. Segundo Mandl (2008) cada vez mais as mulheres da geração seguinte assumem a administração da empresa familiar. Vamos partir de um princípio mais conservador e assumir que os administradores das empresas familiares portuguesas representadas na nossa amostra são maioritariamente do sexo masculino, e a partir dessa premissa tentaremos perceber se o género do administrador tem algum impacto no crescimento, logo formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 8: Quando o administrador da empresa é do sexo masculino existe um efeito positivo no crescimento das empresas familiares.

3.2 Dados

Com vista ao desenvolvimento empírico de suporte ao nosso trabalho era necessário obter uma listagem de empresas familiares portuguesas, assim optou-se por consultar o *website* da Associação de Empresas Familiares e daí retirar a listagem dos seus associados.

A Associação de Empresas Familiares tem dois tipos de associados, associados efetivos e associados assistentes (associados assistentes não cumprem os requisitos dos associados efetivos, mas são relevantes para o desenvolvimento das atividades da associação). Segundo o artigo 5º dos estatutos (revistos na Assembleia Geral de 11 de Março de 2008) da Associação das Empresas Familiares podem ser associados efetivos: “As empresas, em que a maioria, ou uma parte importante do seu capital social, seja detida por pessoas ligadas por laços familiares, e sempre que alguns desses detentores do capital participem nos órgãos de controlo e/ou de gestão da empresa, e neles exerçam uma influência decisiva, qualquer que seja o setor de atividade económica a que esta pertença.” Neste estudo foi utilizada a listagem de associados efetivos.

Para a obtenção da informação de cada empresa que possibilitasse a criação das variáveis que suportam as hipóteses em estudo recorreu-se à SABI (Sistema de Balanços Ibéricos – System Analysis of Iberian Balance Sheets) fornecida pelo Bureau van Dijk’s, para o período de 2006 a 2014. A SABI contém informação geral e contabilística de mais de 2 milhões de empresas espanholas e de cerca de 500 mil empresas portuguesas.

O primeiro passo, após obter a listagem das empresas familiares que são associadas da Associação de Empresas Familiares, foi confirmar se a informação de todas as empresas constava na SABI. O ponto de partida foi a listagem com 281 empresas familiares, dessa listagem excluímos 48 empresas para as quais não foi possível encontrar informação. O segundo passo foi confirmar se essas empresas continham dados para o período em análise. Arellano e Bond (1991) defendem que as empresas devem estar presentes na base de dados durante pelo menos quatro anos consecutivos, para serem considerados na análise econométrica, e para se testar eficientemente os níveis de auto-correlação que é essencial para a avaliação da robustez dos resultados. Logo, nós eliminamos todas as empresas que não se encontravam na base de dados durante pelo menos quatro anos consecutivos, obtendo, assim, um total de 216 empresas, com um número máximo de 1944 observações. É necessário

referir que se trata de dados em painel com um painel não balanceado (pois existem *missing values*).

3.3 Variáveis

As variáveis dependentes e independentes foram selecionadas entre algumas que a literatura considera importantes e que, frequentemente, surgem nos diversos estudos sobre o crescimento que foram sendo publicados ao longo dos anos.

No estudo de Martí et al (2013), os autores analisaram a relação que os investidores de capital de risco mantêm com as empresas familiares, mais especificamente se a percentagem que os investidores de capital de risco detêm nas empresas familiares poderá influenciar o crescimento das mesmas comparativamente a empresas não familiares. Utilizaram num dos seus modelos como variável dependente o crescimento das vendas, medido através da diferença entre as vendas no final do período e no início sobre o total do ativo. Neste trabalho também escolhemos como variável dependente o crescimento das vendas, mas decidimos que será medido pela diferença entre o logaritmo das vendas no período atual e logaritmo das vendas do período anterior, pois é a forma mais usada em diversos estudos analisados que usam o crescimento das vendas.

As variáveis independentes consideradas são: a *dimensão*; a *idade*; o *endividamento*; o *endividamento de curto prazo*; o *endividamento de médio longo prazo*; a *produtividade da mão-de-obra*; a estrutura do ativo; variável *dummy da crise financeira*; variável *dummy administração*; e, variável *dummy género do administrador*.

A *dimensão* foi medida através do logaritmo das vendas no período atual. Serrasqueiro e Nunes (2008) analisaram a performance de pequenas e médias empresas. Os autores utilizaram no seu modelo a dimensão (medida pelo logaritmo das vendas) como uma das suas variáveis independentes e chegaram à conclusão que esta variável tinha um impacto positivo na performance destas empresas. No entanto, Carvalho et al (2013) quando analisam o crescimento de pequenas e médias empresas do setor do *fitness*, também utilizam a dimensão (medida pelo logaritmo das vendas) como uma das suas variáveis independentes, no entanto obtêm uma relação negativa entre a dimensão o crescimento. Serrasqueiro et al (2015) quando estudaram a influência da idade e da dimensão nas decisões de financiamento das empresas familiares utilizaram no seu modelo como variável dependente a dimensão, medida pelo logaritmo das vendas.

A *idade* será medida através do logaritmo do número de anos da empresa. Carvalho et al (2013) e Nunes et al (2013) utilizaram esta variável nos seus estudos e obtiveram uma relação negativa entre a idade e o crescimento.

O *endividamento* foi medido pelo rácio de endividamento, isto é a relação entre o passivo total e o ativo total. É expectável obter uma relação positiva entre o nível de endividamento e o crescimento, pois o endividamento implica uma gestão mais eficiente dos recursos, devido à redução nos fluxos de caixa. Carvalho et al (2013) e Nunes et al (2013) utilizaram nos seus modelos a variável dívida, medida pela relação entre o passivo total e o ativo total. O endividamento de curto prazo será medido através do rácio entre o passivo de curto prazo (foi considerada apenas a dívida remunerada de curto prazo) e o passivo total. O endividamento de médio longo prazo será medido através do rácio entre o passivo de médio longo prazo (foi considerada apenas a dívida remunerada de médio longo prazo) e o passivo total.

A *produtividade da mão-de-obra* foi medida pela relação entre o valor acrescentado bruto e o número de trabalhadores. É expectável obter uma relação positiva entre a produtividade e o crescimento, diversos autores como Rogers (2004) e Carvalho et al (2013), que analisaram o crescimento de pequenas e médias empresas utilizaram esta variável nos seus modelos. Será relevante testar se no caso das empresas familiares existe o mesmo tipo de relação entre a produtividade da mão-de-obra e o crescimento.

A *estrutura do ativo* foi medida através da relação entre o ativo não corrente e o total do ativo. Serrasqueiro e Nunes (2008) utilizaram no seu estudo da performance de pequenas e médias empresas, a estrutura do ativo como variável independente. Mas a variável era calculada com base na relação entre os ativos fixos tangíveis e o total dos ativos, pois seria expectável que um nível superior de ativos fixos tangíveis tivesse um impacto negativo na performance das pequenas e médias empresas. Neste caso, como utilizámos o total do ativo não corrente, não existe a separação entre os ativos fixos tangíveis e os ativos intangíveis, o que pode tornar mais difícil corroborar a existência de uma relação negativa entre o nível de ativos fixos tangíveis e o crescimento.

A variável *dummy da crise financeira* assume o valor 1 para o ano de 2008 e zero para os restantes anos. Pareceu-nos importante perceber o impacto da crise financeira de 2008 no crescimento das empresas familiares. Segundo Serrasqueiro et al (2015), em períodos de crise financeira, os credores tornam as condições de crédito mais difíceis para empresas familiares jovens e de reduzida dimensão.

A variável *dummy administração* assume o valor 1 caso o administrador seja da família e zero nos restantes casos. Anderson e Reeb (2003) na sua investigação referem a existência de um desempenho diferencial nas empresas familiares com base no CEO.

A variável *dummy género do administrador* assume o valor 1 caso o administrador da empresa seja do género masculino e zero nos restantes casos.

Na tabela seguinte encontra-se todas as variáveis e as suas respetivas medidas.

Tabela 2 - Definição das variáveis

Variáveis	Denominação	Proxy	Unidades de medida	Sinal esperado
Crescimento	$cres_{i,t}$	$Ln(Vendas_t) - Ln(Vendas_{t-1})$	Unidades	
Dimensão	$dim1_{i,t}$	$Ln(Vendas_t)$	Unidades	(+)
Idade	$idade_{i,t}$	$Ln(\text{do número de anos da empresas desde que iniciou atividade})$	Unidades	(-)
Endividamento	$end_{i,t}$	$\frac{Passivo\ Total}{Ativo\ Total}$	(%)	(+)
Endividamento de curto prazo	$endcp_{i,t}$	$\frac{Passivo\ de\ curto\ prazo}{Passivo\ total}$	Unidades	(-)
Endividamento de médio longo prazo	$endmlp_{i,t}$	$\frac{Passivo\ de\ médio\ longo\ prazo}{Passivo\ total}$	Unidades	(+)
Produtividade da mão-de-obra	$prod_{i,t}$	$\frac{VAB}{número\ de\ empregados}$	Unidades	(+)
Estrutura do ativo	$ea_{i,t}$	$\frac{Ativo\ não\ corrente}{Ativo\ total}$	Unidades	(-)
Crise financeira	$dummy_{2008}$	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 no ano 2008 e 0 nos restantes anos	0/1	(-)
Envolvimento da família na gestão	$dummy_{adm}$	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso o administrador da empresa pertença à família e 0 nos restantes casos	0/1	(+)
Género administrador	$dummy_{gen}$	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso o administrador da empresa seja do sexo masculino e 0 nos restantes casos	0/1	(+)

3.4 Modelos Empíricos

No presente estudo será utilizado um modelo que adota uma análise econométrica de dados em painel, pois temos um conjunto de dados que incluem observações ao longo de nove anos, não independentes, isto é, das mesmas empresas. Segundo os autores Amaral e Inácio (2010) as vantagens dos modelos de regressão que usam dados em painel são as seguintes: investigam o efeito do tempo nos dados; testam se as relações entre as variáveis mudam com o tempo; dados de painel são longitudinais, ou seja, promovem oportunidades para melhor entender as relações causais; e permitem o controlo da heterogeneidade individual. Estas vantagens são úteis para a nossa investigação.

É frequente em estudos empíricos sobre o tema do crescimento os autores utilizarem modelos de dados em painel, em que recorrem a especificações do tipo efeitos fixos e efeitos aleatórios, nomeadamente através de modelos estáticos e dinâmicos.

O modelo de efeitos fixos leva em conta todas as diferenças que não variam no tempo entre indivíduos, logo os coeficientes estimados para os modelos efeitos fixos não serão enviesados pois não variam no tempo. O modelo de efeitos aleatórios permite a análise de efeitos de variáveis que não variam no tempo.

Vamos utilizar a estimação do modelo estático de efeitos fixos e efeitos aleatórios. E vamos recorrer, nomeadamente, ao teste *F* para efeitos fixos e o teste *Wald* para efeitos aleatórios, com a finalidade de testar a significância das variáveis independentes. Posteriormente, será utilizada a estatística de *Hausman*, para averiguar qual o modelo mais adequado. Para estudarmos as regressões vamos recorrer ao *software Stata*. De seguida é apresentada a equação geral, posteriormente a equação geral será ajustada, pois serão utilizadas mais duas variáveis do endividamento (*endcp* e *endmlp*), essas duas variáveis irão dar origem a mais dois modelos.

$$\begin{aligned} cres_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 dim1_{i,t} + \beta_2 idade_{i,t} + \beta_3 end_{i,t} + \beta_4 prod_{i,t} + \beta_5 ea_{i,t} \\ & + \beta_6 dummy_{2008} + \beta_7 dummy_{adm} + \beta_8 dummy_{gen} + a_i + u_{i,t} \end{aligned}$$

4. RESULTADOS EMPÍRICOS

Após no capítulo anterior ter sido apresentada a metodologia, neste capítulo serão expostos e discutidos os resultados obtidos.

4.1 Estatísticas Descritivas

Nesta secção serão abordadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste estudo, que se encontram resumidas na tabela 5. Esta secção encontra-se subdividida nas seguintes 6 subsecções: setor e região; dimensão e idade; endividamento, custo do endividamento e liquidez; endividamento de curto prazo e médio longo prazo; produtividade e estrutura do ativo; crise financeira, envolvimento da família na gestão e género do administrador. Optámos por dividir esta secção desta forma de modo a ser mais fácil abordar as diferentes variáveis utilizadas. No final desta secção encontra-se a tabela 6 com a matriz de correlações.

4.1.1. Setor e Região

Os resultados da variável do *setor de atividade* encontram-se na tabela 3, e os resultados da variável da região encontram-se na tabela 4. Ao construir a base de dados decidimos agrupar os diferentes setores de atividade utilizando o CAE-Rev.3 (classificação portuguesa das atividades económicas, revisão 3), elaborado pelo INE (2007) e publicado em Diário da República a coberto do Decreto-Lei nº. 381/2007, de 14 de Novembro. Os setores foram agrupados da seguinte forma: Agricultura (código A do CAE-Rev.3); Indústrias extrativas e transformadores (código B e C do CAE-Rev.3); Construção e atividades imobiliárias (código F e L do CAE-Rev.3); Comércio por grosso e retalho (código G do CAE-Rev.3); Transportes, alojamento e restauração (código H e I do CAE-Rev.3); Educação, saúde e trabalho social (código P e Q do CAE-Rev.3); atividades financeiras e de seguros (código K do CAE-Rev.3); e Outros.

Quando analisamos o *setor de atividade* onde estão inseridas as empresas familiares da nossa amostra, observamos que: os setores dominantes são os setores das indústrias extrativas e transformadoras; e, o setor do comércio por grosso e retalho. Uma vez que 23,16% das empresas familiares pertencem aos setores das indústrias extrativas e transformadoras e 22,74% pertencem ao setor do comércio por grosso e retalho.

Na tabela 3 encontra-se a distribuição das empresas familiares pela agregação de setores de atividade por nós elaborada.

Tabela 3 – Distribuição das empresas familiares da amostra por setores de atividade

Setores de Atividade	Número de empresas familiares	Total empresas (%)
Agricultura	11	4,95%
Indústrias Extrativas e Transformadoras	50	23,16%
Construção e Atividades Imobiliárias	15	6,98%
Comércio por grosso e retalho	49	22,74%
Transportes, Alojamentos e Restauração	16	7,56%
Educação, saúde e trabalho social	14	6,66%
Atividades financeiras e de seguros	14	6,71%
Outros	46	21,25%
Total	216	100,00%

Em relação à repartição pelas *regiões* esta foi elaborada com base na nomenclatura comum das unidades territoriais estatísticas, mais precisamente na NUTS II, ficando os distritos e concelhos a que pertencem as empresas familiares da amostra agrupados nas sete NUTS II. Logo, a amostra ficou repartida em Norte, Centro, Área Metropolitana de Lisboa, Alentejo, Algarve, Região Autónoma da Madeira e Região Autónoma dos Açores.

Ao analisarmos as *regiões* a que pertencem as empresas familiares da nossa amostra observamos o seguinte: a região que domina a amostra com uma maior percentagem de empresas familiares é a Área Metropolitana de Lisboa com uma percentagem de 58,65%, seguindo-se a região Norte com uma percentagem de 18,42%.

Na tabela 4 encontra-se a distribuição das empresas familiares por região.

Tabela 4 – Distribuição das empresas familiares da amostra por regiões

Regiões	Número de empresas familiares	Média
Norte	40	18,42%
Área Metropolitana de Lisboa	127	58,65%
Alentejo	17	8,07%
Centro	23	10,56%
Região Autónoma da Madeira	2	0,96%
Região Autónoma dos Açores	2	0,96%
Algarve	5	2,39%
Total	216	100,00%

4.1.2. Dimensão e Idade

Para analisarmos a *dimensão* (*dim1*) efetuámos, para a análise descritiva da amostra, o cálculo da dimensão de três formas, calculando o logaritmo das vendas (*dim1*), logaritmo do ativo total (*dim2*) e o logaritmo do número de empregados (*dim3*). Ao calcularmos a *dimensão* através do logaritmo das vendas obtivemos uma média de 14,27, o que corresponde a um volume de negócios médio de 1.576.945,02 €. A dimensão calculada pelo logaritmo do ativo

total da empresa apresenta-se com uma média de 15,03, o que corresponde a um ativo total médio de 3.351.772,94 €. E, por último, a dimensão calculada pelo logaritmo do número de empregados apresenta-se com uma média de 3,02, o que corresponde a uma média de 20 empregados.

Com base na informação obtida e no decreto-lei n.º 372/2007, de 6 de Novembro, concluímos que as empresas familiares presentes na amostra são em média de pequena dimensão. Segundo dados do INE (2014), no ano de 2012, 99,9% das empresas eram pequenas e médias empresas, sendo 95,9% microempresas e 3,4% pequenas empresas.

A *idade (idade)* das empresas familiares foi obtida através do logaritmo da idade da empresa, apresentando um valor médio de 2,99, o que corresponde a uma idade média de 19,95 anos.

4.1.3. Endividamento, custo do endividamento e liquidez

O *endividamento (end)* foi calculado através do rácio de endividamento (passivo total sobre o ativo total) obtendo-se um valor médio de 64,74%, o que significa que em média nas empresas familiares da nossa amostra o passivo representa 64,74% do seu ativo total. Por outras palavras, o ativo das empresas familiares da nossa amostra é financiado em média por 64,74% de capitais alheios e 35,26% por capital próprio.

Dados do INE (2016) referem que no ano de 2014 as PME portuguesas em média tinham um nível de endividamento de 71%, enquanto as micro empresas apresentavam em média um nível de endividamento de 73%. Como podemos constatar o nível de endividamento médio das empresas familiares presentes na amostra é inferior.

O *custo do endividamento (cend)* foi obtido com base na relação entre os custos de financiamento e a dívida remunerada (passivo de curto prazo e médio longo prazo). Com base na nossa amostra de empresas familiares, em média os custos de financiamento representam 14,72% da dívida remunerada.

Segundo dados do Banco de Portugal (2016), para o ano de 2014, em média o custo dos financiamentos obtidos para as grandes empresas é de 4,48% e para as empresas de dimensão média é em média de 4,20%. O valor obtido é elevado comparativamente aos valores do Banco de Portugal (2016) para o ano de 2014, o que pode dever-se ao modo como a variável do custo do endividamento foi calculada pois utilizámos a rubrica dos juros e outros gastos similares suportados, enquanto a variável utilizada nos Quadros do Setor inclui a apenas a rubrica dos juros suportados.

A *liquidez (liq)* foi obtida com base no rácio entre o ativo corrente e o passivo corrente (dívida remunerada). Mais especificamente o rácio calculado foi o da liquidez geral. Assim, observa-se que em média as disponibilidades das empresas familiares constantes da amostra conseguem efetuar uma cobertura de 22,698 do seu passivo de curto prazo.

Segundo dados do Banco de Portugal (2016) para o ano de 2014, em média as grandes empresas apresentam um rácio de liquidez geral de 105,50% e as empresas de dimensão média apresentam em média um rácio de liquidez geral de 132,95%. O nível de liquidez das empresas familiares presentes na amostra é elevadíssimo comparado com os valores do Banco de Portugal (2016) significativamente inferiores.

4.1.4. Endividamento de curto prazo e médio longo prazo

O *endividamento de curto prazo (endcp)* foi calculado com base no rácio entre o passivo de curto prazo (dívida remunerada) e o passivo total, o *endividamento de médio longo prazo (endmlp)* obteve-se através do rácio entre o passivo de médio longo prazo (dívida remunerada) e o passivo total. Em média, as empresas familiares da amostra apresentam apenas 26,54% de *endividamento de médio longo prazo (endmlp)*, em contrapartida apresentam 42,55% de *endividamento de curto prazo (endcp)*. A soma dos dois valores não dá os 100%, uma vez que estamos a utilizar apenas a dívida remunerada, isto é, o passivo financeiro, que inclui exclusivamente financiamento bancário, pois as empresas familiares portuguesas por norma são de dimensão reduzida e pouco recorrem ao mercado de capitais para se financiarem.

Como podemos observar, as empresas familiares representadas na amostra utilizam fundamentalmente *endividamento de curto prazo (endcp)* em detrimento do *endividamento de médio longo prazo (endmlp)*. Estes valores vão de encontro aos dados do INE (2010) em que referem que a estrutura de endividamento das PME, no ano de 2008, assentava maioritariamente em passivos de curto prazo, cerca de 56% do total do seu passivo, era passivo de curto prazo. Por outro lado as grandes empresas, segundo dados do INE (2010), no ano de 2008, apresentavam uma proporção menor, cerca de 40% do total do seu passivo era passivo de curto prazo.

4.1.5. Produtividade e Estrutura do Ativo

Com respeito à *produtividade da mão-obra (prod)*, que foi calculada com base na relação entre o VAB (Valor Acrescentado Bruto) e o número de empregados, obtivemos um valor

médio de 89.110,00€, o que significa que o valor acrescentado bruto por cada colaborador é em média de 89.110,00€.

Segundo dados do INE (2010), no ano de 2008, a produtividade das PME é em média 22.000,00€ por colaborador, enquanto nas grandes empresas em média a produtividade foi de 39.000,00€ por colaborador. Dados mais recentes do INE (2016) referem que as empresas nacionais apresentaram, em 2013, um valor de produtividade aparente do trabalho (representa a contribuição do fator trabalho utilizado pela empresa, medida pelo VAB gerado por cada unidade de pessoal ao serviço) de 23.200,00€ por colaborador, situando-se a um nível próximo ao da Grécia e da República Checa (23.300,00€ e 23.800,00€, respetivamente). Como podemos constatar o valor obtido da *produtividade da mão-de-obra (prod)* das empresas familiares representadas na amostra é significativamente diferente, comparativamente aos valores da produtividade das empresas portuguesas nos anos de 2008 e 2013, este valor tão elevado pode dever-se às características das empresas familiares da nossa amostra.

Observa-se que em média, na nossa amostra, a *estrutura do ativo (ea)* é igual a 40,22%. Este valor indica-nos que o peso dos ativos não correntes é de 40,22% no ativo total das empresas familiares representadas na amostra, em contrapartida o peso dos ativos correntes é mais elevado, cerca de 59,78%.

Segundo dados do INE (2014), no ano de 2012, em média o peso dos ativos não correntes para as PME nacionais é de 46,0% e das grandes empresas é de 62,7%. Segundo dados do INE (2016), para o ano de 2014 para todos os setores de atividades (sociedades não financeiras), em média o peso dos ativos não correntes é de 53,0%. Ao compararmos os valores obtidos com a informação do INE para os anos de 2012 e 2014, chegamos à conclusão que em média as empresas familiares representadas na amostra têm uma percentagem menor de ativos não correntes, ou seja, o valor dos ativos não correntes (que incluem nomeadamente a rubrica dos ativos fixos tangíveis e dos ativos intangíveis) é menor do que o valor dos ativos correntes (que incluem nomeadamente a rubrica dos inventários e caixa e depósitos bancários).

4.1.6. Crise financeira, envolvimento da família na gestão e género do administrador

Em relação à *crise financeira (dummy₂₀₀₈)* verificamos que, em média, 11,00% das empresas familiares reportaram relatórios de atividade para o ano de 2008. Para o caso concreto da nossa amostra, não existem algumas observações para o ano de 2008, pois

existem empresas que ainda não tinham iniciado a atividade ou que não tinham informação para o ano de 2008. Este facto é uma das limitações de usarmos dados secundários, estando assim sujeitos às informações constantes na base de dados usada.

Ao analisar o *envolvimento da família na gestão* ($dummy_{adm}$) verificou-se que, nas empresas familiares da amostra, 84,45% dos administradores pertencem à família. E que 71,22% dos administradores são do género masculino ($dummy_{gen}$).

O crescimento médio das empresas familiares representadas na amostra é de 1,4%. Segundo dados do INE (2016), no ano de 2014, o setor empresarial não financeiro, gerou um volume de negócios de 322 637 milhões de euros, o que corresponde a um acréscimo de 1,7% face a 2013. Especificamente as PME e as grandes empresas, obtiveram respetivamente, segundo o INE (2016), uma taxa de variação (2013-2014) do volume de negócios de 2,5% e 0,5%.

Na tabela 5 encontram-se os valores das estatísticas descritivas de todas as variáveis já analisadas, incluindo variáveis que não serão utilizadas nos modelos cujos resultados apresentaremos na tabela 7.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão
cres	1599	0,014	0,714
dim1	1832	14,271	2,235
dim2	1858	15,025	2,253
dim3	1818	3,021	1,647
idade	1837	2,993	0,919
end	1855	64,741	43,540
cend	1846	0,147	1,630
liq	1827	22,698	159,650
endcp	1857	0,425	0,276
endmlp	1857	0,265	0,284
prod	1818	89,113	476,423
ea	1858	0,402	0,290
$dummy_{2008}$	1858	0,110	0,313
$dummy_{adm}$	1588	0,844	0,363
$dummy_{gen}$	1588	0,712	0,453

Na tabela 6 encontra-se a matriz de correlações com os coeficientes de *Pearson* e os níveis de significância das variáveis analisadas.

A maioria dos valores entre as variáveis independentes apresenta-se abaixo de 50%. Os autores Gujarati e Porter (2010) afirmam que quando os coeficientes de correlação entre as variáveis independentes são menores do que 50%, o problema da colinearidade entre as variáveis independentes é mínimo.

Tabela 6 – Matriz de correlações

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) Cres	1										
(2) Dim1	0,074 [*]	1									
(3) idade	-0,186 [*]	0,436 [*]	1								
(4) end	0,103 [*]	-0,178 [*]	-0,286 [*]	1							
(5) endcp	-0,020	0,338 [*]	0,113 [*]	-0,012	1						
(6) endmlp	-0,041	-0,067 ^{**}	0,118 [*]	0,062 ^{**}	-0,506 [*]	1					
(7) ea	-0,038	-0,025	0,188 [*]	-0,068 ^{**}	-0,236 [*]	0,425 [*]	1				
(8) prod	0,045	0,054 ^{**}	0,105 [*]	-0,101 [*]	-0,051	0,081 [*]	0,120 [*]	1			
(9)dummy _{admin}	0,001	-0,085 [*]	0,042	0,041	0,077 [*]	-0,047	-0,035	-0,005	1		
(10)dummy _{gen}	-0,053	0,239 [*]	0,265 [*]	-0,071 [*]	0,080 [*]	0,042	0,123 [*]	0,066 ^{**}	-0,030	1	
(11)dummy ₂₀₀₈	0,051	0,038	-0,039	0,006	0,019	-0,038	-0,011	0,005	0,002	-0,002	1

Notas: *Significativo 1%; ** Significativo 5%; *** Significativo 10%

4.2 Análise de Resultados

Nesta secção serão analisados os resultados obtidos nas regressões com base na estimação dos dados em painel. Foram elaborados seis modelos que se encontram na tabela 7.

Na tabela 7 encontra-se os resultados das regressões para os modelos de efeitos fixos e para os modelos de efeitos aleatórios, com a estatísticas de t e z entre parênteses, os resultados dos teste *F*, teste *Wald* e do teste de *Hausman*. Ao observarmos a tabela 7 constatamos que os resultados da estatística *F* para os modelos de efeitos fixos são significativos em todos os casos, com um nível de significância de 1%. Os resultados do teste de *Wald* para os modelos de efeitos aleatórios também são significativos a um nível de significância de 1%. Deste modo, para decidir qual o modelo mais adequado, utilizamos a estatística de *Hausman* que testa a hipótese nula do modelo de efeito aleatórios ser o mais adequado. O teste de *Hausman* é estatisticamente significativo em todos os modelos, logo rejeitamos a hipótese nula do modelo de efeitos aleatórios ser o mais adequado.

Tabela 7 – Resultados dos modelos de regressão

Variável dependente cres	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6	
Variáveis independentes	EF	EA	EF	EA	EF	EA	EF	EA	EF	EA	EF	EA
dim1	0,543 (18,74) *	0,058 (6,82) *	0,528 (18,15) *	0,064 (7,02) *	0,528 (18,11) *	0,057 (6,63) *	0,542 (18,74) *	0,059 (6,87) *	0,525 (18,10) *	0,064 (7,07) *	0,529 (18,19) *	0,059 (6,74) *
idade	-0,480 (-8,31) *	-0,160 (-8,20) *	-0,5278 (-9,11) *	-0,174 (-9,04) *	-0,5278 (-9,02) *	-0,173 (-9,00) *	-0,479 (-8,32) *	-0,161 (-8,24) *	-0,513 (-8,98) *	-0,175 (-9,06) *	-0,530 (-9,26) *	-0,176 (-9,07) *
end	0,005 (5,37) *	0,001 (2,57) **					0,005 (5,37) *	0,001 (2,51) **				
endcp			-0,190 (-2,16) **	-0,133 (-2,11) **					-0,187 (-2,12) **	-0,149 (-2,33) **		
endmlp					0,103 (1,20)	-0,005 (-0,09)					0,132 (1,52)	-0,007 (-0,11)
prod	-0,0000294 (-0,76)	0,0000901 (2,58) **	-0,0000336 (-0,85)	0,0000802 (2,29) **	-0,0000299 (-0,76)	0,0000838 (2,39) **	-0,0000292 (-0,75)	0,0000904 (2,58) **	-0,000033 (-0,84)	0,0000803 (2,29) **	-0,0000298 (-0,76)	0,0000844 (2,40) **
ea	-0,051 (-0,36)	0,035 (0,63)	-0,133 (-0,93)	0,007 (0,11)	-0,116 (-0,80)	0,037 (0,61)	-0,051 (-0,36)	0,036 (0,63)	-0,128 (-0,89)	0,008 (0,13)	-0,124 (-0,86)	0,038 (0,61)
dummy ₂₀₀₈	-0,049 (-1,12)	0,058 (1,24)	-0,048 (-1,10)	0,057 (1,23)	-0,045 (-1,03)	0,057 (1,22)						
dummy ₂₀₀₈ x end							-0,001 (-1,11)	0,0002629 (0,41)				
dummy ₂₀₀₈ x endcp									-0,016 (-0,19)	0,133 (1,46)		
dummy ₂₀₀₈ x endmlp											-0,233 (-1,92) ***	-0,0002609 (-0,00)
dummy _{adm}		0,042 (1,00)		0,057 (1,35)		0,047 (1,12)		0,042 (1,01)		0,058 (1,36)		0,049 (1,13)
dummy _{gen}		-0,044 (-1,26)		-0,039 (-1,10)		-0,042 (-1,17)		-0,044 (-1,25)		-0,038 (-1,05)		-0,042 (-1,17)
R ²	0,275	0,217	0,260	0,175	0,258	0,176	0,275	0,218	0,259	0,175		0,177
Teste F (do modelo)	73,62 *		68,37 *		67,64 *		73,62 *		68,1 *		68,23 *	
Teste Wald		111,22 *		109,32 *		104,43 *		109,75 *		110,19 *		103,06 *
Teste Hausman		283,64 *		265,30 *		266,81 *		286,56 *		260,73 *		266,80 *
Teste F de efeitos fixos	2,78 *		2,62 *		2,62 *		2,79 *		2,61 *		2,65 *	

Nota: *Significativo 1%; ** Significativo 5%; *** Significativo 10%

Analisando cada uma das variáveis e seus impactos.

A variável independente *dimensão (dim1)*, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%. Observa-se que o sinal da variável é consistente em todos os modelos, apresentando sempre um sinal positivo. Esta variável tem um efeito positivo no crescimento, valida hipótese 1, e vai de encontro ao que os autores Serrasqueiro e Nunes (2008) afirmam, que existe uma relação positiva entre a dimensão e o desempenho. Referimos na revisão da literatura que Mazzi (2011) afirma que em média as empresas familiares são menores do que as empresas não-familiares. Ao analisarmos esta afirmação até poderia ser expectável obter uma relação negativa entre a dimensão e o crescimento, mas o que encontramos com base na nossa amostra foi uma importante relação positiva entre a dimensão e o crescimento das empresas familiares portuguesas, o que pode indicar que estas empresas familiares têm vantagens por terem uma dimensão superior, nomeadamente ao nível da diminuição da assimetria da informação entre proprietários, gestores e credores.

A variável independente, *idade (idade)*, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%. Observa-se que o sinal da variável é consistente em todos os modelos, apresentando sempre um sinal negativo. A variável idade tem sinal negativo, ou seja, existe uma relação negativa entre a idade e o crescimento das empresas familiares representadas na amostra, o que valida a hipótese 2 e confirma o que diversos autores demonstraram nos seus estudos (Evans (1987); Yasuda (2005); Nunes et al (2013)). Ao obtermos esta relação negativa entre a idade e o crescimento das empresas familiares, e o facto de na análise das estatísticas descritivas termos concluído que em média a idade das empresas familiares representadas na amostra era de 19,95 anos, indica-nos que em média as empresas familiares portuguesas representadas na amostra já se encontram numa fase mais madura do seu ciclo de vida. Logo, o seu objetivo imediato não é alcançar taxas elevadas de crescimento, pois segundo os autores Fariñas e Moreno (1997) são as empresas mais jovens que apresentam taxas mais elevadas de crescimento, porque o seu objetivo mais imediato é chegar a uma determinada dimensão, a fim de garantir a sua sobrevivência.

A variável *endividamento (end)* é estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%, conseguimos comprovar a existência de uma relação positiva entre o endividamento e o crescimento das empresas familiares presentes na amostra, e consequentemente confirmámos a hipótese 3. Esta conclusão vai de encontro ao que autores como Serrasqueiro e Nunes (2008) referiram nos seus estudos. Esta relação positiva entre o endividamento e o crescimento indica uma presumível gestão eficiente dos recursos financeiros por parte destas empresas, pois a utilização do endividamento acarreta uma quantidade de recursos financeiros disponíveis menor, e indica que através da utilização de endividamento as

empresas familiares representadas na amostra conseguem aproveitar melhor as oportunidades de crescimento. Observa-se que o sinal da variável é consistente em todos os modelos, apresentando sempre um sinal positivo. A variável independente *endividamento de curto prazo (endcp)*, que se encontra no modelo 2, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5%, e têm uma relação negativa com o crescimento, o que permite validar a hipótese 3a. Esta relação negativa entre o endividamento de curto prazo e o crescimento poderá ser explicada pela pressão exercida pelas instituições financeiras de as empresas pagarem a dívida e os seus encargos ao longo de um período mais curto de tempo, o que pode ter como consequência o desaproveitamento de projetos de investimento que possibilitariam um crescimento superior. A variável independente *endividamento de médio longo prazo (endmlp)*, que se encontra no modelo 3, não é estatisticamente significativa, logo não permite validar a hipótese 3b, embora tenha a relação (positiva) esperada com o crescimento.

A variável *produtividade (prod)* não é estatisticamente significativa, e a relação obtida não é a expectável, pois era esperado obter uma relação positiva entre a produtividade e o crescimento que permite-se validar a hipótese 4, mas não foi o caso. No entanto quando analisamos os modelos de efeitos aleatórios esta variável é sempre estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% e tem o sinal expectável (positivo). O facto de a variável *produtividade (prod)* ter um sinal negativo em todos os modelos de efeitos fixos e um sinal positivo em todos os modelos de efeitos aleatórios pode dever-se às características destes tipos de modelos, pois segundo o autor Wooldridge (2009) no modelo de efeitos fixos o objetivo é eliminar os efeitos não observados (a_i), porque se pensa que estão correlacionados com uma ou mais variáveis explicativas, enquanto no modelo de efeitos aleatórios assumimos que os efeitos não observados (a_i) não estão correlacionados com cada variável explicativa.

Em relação à variável *estrutura do ativo (ea)* obtivemos uma relação negativa entre a estrutura do ativo e o crescimento, que era expectável, mas a variável não é estatisticamente significativa, logo não nos permite validar a hipótese 5, de que existe uma relação negativa entre o nível de ativos tangíveis e o crescimento das empresas familiares. Esta situação pode dever-se à forma como foi calculada a variável. Na revisão da literatura quando abordamos os estudos de alguns autores que utilizaram a variável da estrutura do ativo, estes calcularam a estrutura do ativo através da relação entre o ativo fixo tangível e o total do ativo. A variável *estrutura do ativo (ea)* em todos os modelos de efeitos fixos tem sinal negativo e nos modelos de efeitos aleatórios tem sempre sinal positivo, esta situação pode dever-se ao facto de nos modelos de efeitos aleatórios, assumirmos que os efeitos não observados (a_i) não estão correlacionados com cada variável explicativa.

Na variável *crise financeira* ($dummy_{2008}$) obtivemos a relação que era esperada, isto é, em períodos de crise financeira existe um efeito negativo no crescimento. Mas a variável *dummy* não é estatisticamente significativa, o que não permite validar a hipótese 6. Assim, por forma a melhor estudar o impacto da crise financeira na forma como as empresas familiares se financiaram foram criadas três variáveis *dummy* da *crise financeira* ($dummy_{2008}$) associada ao *endividamento* ($dummy_{2008 \times end}$), ao *endividamento de curto prazo* ($dummy_{2008 \times endcp}$) e *médio longo prazo* ($dummy_{2008 \times endmlp}$) que conseguissem elucidar se durante o período de crise financeira existiu uma menor utilização de financiamento e se essa menor utilização teve um impacto no crescimento. Como podemos observar na tabela 7 apenas a variável *dummy da crise financeira associada ao endividamento de médio longo prazo* ($dummy_{2008 \times endmlp}$) é estatisticamente significativa a um nível de significância de 10%. O sinal negativo obtido nesta variável indica-nos que devido à crise financeira de 2008 as empresas familiares utilizaram menos financiamento de médio longo prazo e que essa menor utilização teve uma consequência negativa no crescimento das empresas familiares. Esta evidência encontra-se de acordo com os resultados apresentados por Vermoensen et al (2013), que nos referiam que a crise financeira global alterou as possibilidades de financiamentos das PME passando estas a ter maiores dificuldades no acesso as capitais alheios. Já Carvalho et al (2013) apresentam igualmente resultados similares para o caso das PME portuguesas de *fitness*.

Uma vez que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado segundo o teste de *Hausman*, as variáveis *dummy administração da família* ($dummy_{adm}$) e *género do administrador* ($dummy_{gen}$) são excluídas pelo modelo, pois segundo o autor Wooldridge (2009) no estimador de efeitos fixos qualquer variável explicativa que é constante ao longo do tempo para todos os indivíduos é excluída. Consequentemente não nos permite validar as hipóteses 7 e 8.

Na tabela 8 encontra-se o resumo dos sinais das variáveis, com os sinais reportados na revisão da literatura, os sinais esperados no início do trabalho e os sinais obtidos.

Tabela 8 – Resumo dos sinais das variáveis

Variáveis	Denominação	Sinal literatura	Sinal esperado	Sinais obtidos
Crescimento	$cres_{i,t}$			
Dimensão	$dim1_{i,t}$	(+) / (-)	(+)	(+) *
Idade	$idade_{i,t}$	(-)	(-)	(-) *
Endividamento	$end_{i,t}$	(+) / (-)	(+)	(+) *
Endividamento de curto prazo	$endcp_{i,t}$	(-)	(-)	(-) **

Variáveis	Denominação	Sinal literatura	Sinal esperado	Sinais obtidos
Endividamento de médio longo prazo	$endmlp_{i,t}$	(+)	(+)	(+)
Produtividade da mão-de-obra	$prod_{i,t}$	(+)	(+)	(-)
Estrutura do ativo	$ea_{i,t}$	(-)	(-)	(-)
Crise financeira	$dummy_{2008}$	(-)	(-)	(-)
Envolvimento da família na gestão	$dummy_{adm}$	(+) / (-)	(+)	n.a.
Género administrador	$dummy_{gen}$	n.a.	(+)	n.a.

Nota: *Significativo 1%; ** Significativo 5%; *** Significativo 10%

Como podemos observar na variável independente *dimensão (dim1)* o sinal reportado na revisão da literatura era ambíguo, o sinal esperado no início do trabalho era um sinal positivo que fosse de encontro ao que os autores Serrasqueiro e Nunes (2008) defendiam de que é possível encontrar uma relação positiva entre dimensão e o desempenho, e o sinal que acabamos por obter nos nossos modelos de regressão era idêntico ao sinal esperado (+); na variável independente *idade (idade)*, o sinal reportado na revisão da literatura, o sinal esperado e o sinal obtido acabaram por ser idênticos (-); na variável independente *endividamento (end)* o sinal reportado na revisão da literatura era ambíguo, o sinal esperado no início do trabalho era um sinal positivo que fosse de encontro às conclusões dos autores Carvalho et al (2013) e Serrasqueiro e Nunes (2008), o sinal obtido nos nossos modelos de regressão acabou por ir de encontro ao sinal expectável (+); nas variáveis independentes *endividamento de curto prazo (endcp)* e *endividamento de médio longo prazo (endmlp)* os sinais reportados na revisão da literatura, os sinais esperados e os sinais obtidos foram respetivamente semelhantes; na variável *produtividade (prod)* o sinal referido na revisão da literatura coincide com o sinal esperado (+), no entanto acabamos por obter um sinal oposto (-), que poderá dever-se às especificidades do modelo de efeitos fixos, uma vez que nos modelos de efeitos aleatórios a variável tem o sinal esperado; nas variáveis *estrutura do ativo (ea)* e *crise financeira (dummy₂₀₀₈)* os sinais reportados na revisão literatura, os sinais esperados e os sinais obtidos foram respetivamente idênticos; na variável *envolvimento da família na gestão (dummy_{adm})* o sinal reportado na revisão da literatura era ambíguo, o sinal esperado no início do trabalho era um sinal positivo que fosse de encontro ao que os autores Anderson e Reeb (2003) afirmaram, no entanto não conseguimos determinar o sinal, uma vez que o modelo adequado, segundo o teste de *Hausman*, é o modelo de efeitos fixos e nestes modelos as variáveis explicativas constantes ao longo do tempo para todos os indivíduos são excluídas.

5. CONCLUSÕES

Neste trabalho foi analisado os determinantes do crescimento das empresas familiares através do estudo dos seus determinantes.

A base do trabalho foi a amostra constituída por um conjunto de 216 empresas familiares portuguesas que constavam da lista de 281 membros da Associação das Empresas Familiares, a qual foi obtida com recurso à base de dados SABI, para o período entre 2006 e 2014. Utilizámos dados em painel para estimarmos modelos estáticos de efeitos fixos e efeitos aleatórios. O modelo mais adequado foi determinado através do teste de Hausman, teste F e teste Wald, verificando-se que o modelo de efeitos fixos se ajustavam melhor à informação constante da nossa amostra.

Através da análise das estatísticas descritivas conseguimos concluir que: os *setores de atividade* predominantes são o setor das indústrias extrativas e transformadoras (23,16%) e o setor do comércio por grosso e retalho (22,74%); a *região* com uma maior predominância na amostra é a Área Metropolitana de Lisboa (58,65%); em média a percentagem de *ativos não correntes* (40,22%) das empresas familiares representadas na amostra é inferior comparativamente à percentagem de ativos não correntes das PME e grandes empresas nacionais. Seria expectável que o valor fosse ligeiramente superior pois autores como Anderson et al (2012) sugerem que as empresas familiares preferem investir em ativos fixos, uma das principais componentes do ativo não corrente; o *endividamento* médio das empresas familiares presentes na amostra é ligeiramente inferior comparativamente ao endividamento da PME ou micro empresas portuguesas, mas é importante realçar que ainda assim, em média, o ativo das empresas familiares da nossa amostra é financiado por 64,74% de capitais alheios; em relação ao *endividamento de curto prazo* os valores vão de encontro aos dados do endividamento das PME nacionais, com uma maior percentagem de *endividamento de curto prazo* comparativamente ao *endividamento de médio longo prazo*; o *envolvimento da família na gestão* é significativo pois cerca de 84,45% dos administradores das empresas familiares representadas na amostra pertencem à família; a presença de administradores do género masculino é maioritária, pois cerca de 71,22% dos administradores são do género masculino.

Os nossos resultados empíricos permitem-nos concluir que a *dimensão*, *idade*, *endividamento* e *endividamento de curto prazo* são determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas.

A variável *dimensão* é estatisticamente significativa (a um nível de significância de 1%), apresentando a relação que esperávamos, ou seja, a existência de uma relação positiva entre a

dimensão e o crescimento, isto é, à medida que a dimensão aumenta o crescimento também aumenta, o que vai de encontro ao que os autores Serrasqueiro e Nunes (2008) afirmam, que existe uma relação positiva entre a dimensão e o desempenho.

A variável *idade* é estatisticamente significativa (a um nível de significância de 1%), apresentando a relação esperada (negativa) indicando que à medida que aumenta a idade das empresas familiares o crescimento decresce. Este resultado confirma o que os autores como Evans (1987), Yasuda (2005) e Nunes et al (2013) demonstraram nos seus estudos.

A variável *endividamento* é estatisticamente significativa (a um nível de significância de 1%). Comprovámos a existência de uma relação positiva entre o endividamento e o crescimento das empresas familiares presentes na amostra. Pois observámos que à medida que o endividamento aumenta o crescimento também aumenta. Este efeito positivo no crescimento coincide com as conclusões dos autores Serrasqueiro e Nunes (2008) e pode dever-se a uma gestão mais eficiente dos recursos por parte das empresas familiares.

A variável *endividamento de curto prazo* é estatisticamente significativa (a um nível de significância de 5%). Atestámos a relação que esperávamos, isto é, a existência de uma relação negativa entre o endividamento de curto prazo e o crescimento, no sentido em que o aumento do endividamento de curto prazo provoca uma diminuição no crescimento. Esta relação pode ser explicada talvez pela pressão exercida pelas instituições financeiras de as empresas pagarem a dívida e os seus encargos ao longo de um período mais curto de tempo, o que pode ter como consequência o desaproveitamento de projetos de investimento que possibilitariam um crescimento superior bem como uma gestão de tesouraria com mais dificuldades.

Ao estudarmos melhor o efeito da *crise financeira* no crescimento, através da variável *dummy* da *crise financeira* associada ao *endividamento de médio longo prazo* concluímos que com a crise financeira de 2008 as empresas familiares utilizaram menos financiamento de médio longo prazo e que essa menor utilização teve uma consequência negativa no crescimento das empresas familiares. Com a crise financeira de 2008 existiu uma restrição maior no acesso a endividamento, principalmente ao endividamento de médio longo prazo, por parte das empresas familiares e não só. Essa restrição incitou que as empresas familiares se financiassem quase exclusivamente através de recursos próprios, o que impossibilitava o investimento em projetos que permitissem um maior crescimento.

A principal limitação do presente estudo foi o facto de não termos conseguido obter dados primários, através do questionário que construímos. Inicialmente o nosso problema em estudo incidia sobre analisar o crescimento das empresas familiares, nomeadamente quando utilizavam como fonte de financiamento o capital de risco. A falta de um número essencial de

respostas ao nosso questionário provocou uma ligeira alteração no problema em estudo inicial.

Para investigações futuras que incidam sobre as empresas familiares portuguesas e os determinantes do seu crescimento, seria interessante comparar os determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas com os determinantes do crescimento das empresas familiares de outro país da União Europeia, e a inclusão de outros determinantes como o capital de risco.

BIBLIOGRAFIA

- Alvarez, R. e Görg, H. (2009). Multinationals and plant exit: Evidence from Chile. *International Review of Economics and Finance*, 18 (1), pp. 45-51.
- Amaral, E.F. e Inácio, M.M. (2010). Análise de Séries de Tempo. Tópicos Especiais em Teoria e Análise Política: Problema de Desenho e Análise Empírica. Acedido em 22 de Março de 2016, em: <http://www.ernestoamaral.com/docs/dcp859b4-102/Aula122.pdf>
- Anderson, R.C. e Reeb, D.M. (2003). Family founding ownership and firm performance: Evidence from S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), pp. 1301– 1327.
- Anderson, R.C., Duru, A. e Reeb, D.M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking and Finance*, 36 (6), pp. 1744-1758.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance — An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14 (4), pp. 431 – 445.
- Ang, J. (1991). Small business uniqueness & the theory of financial management. *The Journal of Small Business Finance*, 1 (1), pp. 1-13.
- Arellano, M. e Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo. *Review of Economic Studies*, 58 (2), pp. 277-297.
- Aronoff, C. E., e Ward, J. L. (1995). Family-owned businesses: A thing of the past or a model of the future? *Family Business Review*, 8 (2), pp. 121 – 130.
- Astrachan, J.H. e Sanker, M.C. (2006). Family businesses contribution to the US economy: a closer look, in: *Handbook of Research on Family Business*. Poutziouris, Z. P., Smyrnios, X. K., e Klein, B. S. Edward Elgar Publishing Limited. UK.
- Astrachan, J.H., Klein, S.B. e Smyrnios, K.X. (2002), The F-PEC scale of family influence: a proposal for solving the family business definition problema. *Family Business Review*, 15(1), pp. 45–58.
- Associação de Empresas Familiares (2007). Acedido em 24/03/2016: <http://www.empresasfamiliares.pt/quem-somos>.
- Baker, T. e Nelson, R. (2005). Creating something from nothing: Resource construction through entrepreneurial bricolage. *Administrative Science Quarterly*, 50 (3), pp. 329 – 366.
- Banco de Portugal (2016). *Quadros do Setor 2014, Edição 2015*. Acedido em 24 de Março de 2016, em: <https://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Paginas/QuadrosdaEmpresaedoSetor.aspx>

- Barnes, L. B., e Hershon, S. A. (1976). Transferring power in family business. *Harvard Business Review*, 54 (4), pp. 105-114.
- Barkham, R., Gudgin, G., Hart, M., e Harvey, E. (1996). The determinants of small firm growth: As inter-regional study in the United Kingdom 1986 – 90. Routledge: London.
- Bartz-Johannessen, P. (2002). Særtrekk ved familiebedrifter, Temahefte Nr 1, Oslo: NHO (Distinguishing features of family businesses, Temahefte Nr 1, Oslo, NHO).
- Bartz, W. e Winkler, A. (2016). Flexible or fragile? The growth performance of small and young businesses during the global financial crisis — Evidence from Germany. *Journal of Business Venturing*, 31 (2), pp. 196 – 215.
- Berger, A., Udell, G. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22 (6), pp. 613-673.
- Berry, B. (1975). The development of organization structure in the family firm. *Journal of General Management*, 3 (1), pp. 42-60.
- Brenes, E. R., Madrigal, K., e Molina-Navarro, G. E. (2006). Family business structure and succession: Critical topics in Latin American experience. *Journal of Business Research*, 59 (3), pp. 372-374.
- Brenes E., Madrigal K. e Requena, B. (2011) Corporate governance and family business. *Journal of Business Research*, 64 (3), pp. 280-285.
- Burch, P. H. (1972). The managerial revolution reassessed: Family control in America's large corporations. Lexington Books
- Burger, A., Damijan, J., Kostevc, Č., e Rojec, M. (2013). Determinants of Firm Performance and Growth during Economic Recession: The Case of Central and Eastern European Countries. *GRINCOH Working Paper Series*, Paper No. 1.09.
- Carlock, R. S., e Ward, J. L. (2005). Assuring a Healthy Business. In *Family Business*, pp. 17-30. Palgrave Macmillan UK.
- Calvo, J. (2006). Testing Gibrat's law for small, young and innovating firms. *Small Business Economics*, 26 (2), pp. 117 – 123.
- Carvalho, P.G., Serrasqueiro, Z. e Nunes, P.M. (2013). Growth determinants of small and medium-sized fitness enterprises: empirical evidence from Portugal. *European Sport Management Quarterly*, 13(4), pp. 428-449.

- Chittenden, F., Hall, G., Hutchinson, P. (1996). Small firm growth access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8 (1), pp. 59-67.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. e Litz, R.A. (2003). Commentary: a unified perspective of family firm performance: an extension and integration. *Journal of Business Venturing*, 18 (4), pp. 467 – 72.
- Chrisman, J. J., Sharma, P., e Taggar, S. (2007). Family influences on firms: An introduction. *Journal of Business Research*, 60 (10), pp. 1005 - 1011.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J. e Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23 (4), pp. 19 – 39.
- Coleman, S. e Carsky, M. (1999). Sources of capital for small family-owned businesses: evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review*, 12 (1), pp. 73 – 85.
- Daily, C. M., e Dollinger, M. J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 5 (2), pp. 117 – 136.
- Danes, S. M., Stafford, K., e Loy, J. T. C. (2007). Family business performance: The effects of gender and management. *Journal of Business Research*, 60 (10), pp. 1058 - 1069.
- Diamond, D. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97 (4), pp. 828-862.
- Decreto-Lei n.º 372/2007 de 6 de Novembro. Acedido em 15 de Fevereiro de 2016 em: http://www.iapmei.pt/resources/download/dl_372_2007.pdf.
- Decreto-Lei n.º 381/2007 14 de Novembro. Acedido em 15 de Fevereiro de 2016 em: <http://www.ecopark.pt/portal/legislacao/ambiente/licenciamento/aplicacao-transversal/decreto-lei-n-o-381-2007-14-nov-cae-rev.3/view>.
- Dreux, D. R. (1990). Financing family business: Alternatives to selling out or going public. *Family Business Review*, 3 (3), pp. 225 – 243.
- Dreux IV, D. R., e Brown, B. M. (1994). Marketing private banking services to family businesses. *International Journal of Bank Marketing*, 12 (3), pp. 26-35.
- Emling, E. (2000). Svenskt Familjeföretagande (Swedish Family Business), Stockholm: Stockholm School of Economics Research Institute (EFI).

- European Commission (2009). Final report of the expert group. Overview of family-business-relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies. Acedido em: <http://www.europeanfamilybusinesses.eu/family-businesses/definition>, em 16-10-2014.
- European Family Business (2013). Acedido em 15 de Fevereiro de 2016 em: <http://www.europeanfamilybusinesses.eu/family-businesses/facts-figures>.
- Evans, D.S. (1987). The relationship between firm growth, size and age: estimates for 100 Manufacturing industries. *Journal of Industrial Economics*, 35 (4) pp. 567-581.
- Fariñas, J. e Moreno, L. (1997). Size, age and growth: Na application to Spanish manufacturing firms. Working paper 9705. Fundación Empresa Pública, Universidad Complutense de Madrid: Madrid.
- Filatotchev, I., Lien, Y. C., e Piesse, J. (2005). Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22 (3), pp. 257 – 283.
- Gallo, M. A., e Vilaseca, A. (1996). Finance in family business. *Family Business Review*, 9 (4), pp. 387 – 401.
- Geroski, P.A. e Gugler, K. (2004). Corporate Growth Convergence in Europe. *Oxford Economic Papers*, 56 (4), pp. 597-620.
- Gibrat, R. (1931). Les Inégalités Économiques. Librairie du Recueil Sirey. Paris.
- Goddard, J., Tavakoli, M., e Wilson, J. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: Evidence from a dynamic panel data. *Applied Financial Economics*, 15 (18), pp. 1269 – 1282.
- Gómez-Mejia, L.R., Larraza-Kintana, M. e Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled publicly traded corporations. *Academy of Management Journal*, 44 (2), pp. 226 – 37.
- Griliches, Z., e Lichtenberg, F. (1984). R&D and productivity growth at industry level: Is there still a relationship? In *R&D, patents and productivity*, pp. 465-502. University of Chicago Press. Chicago.
- Gudmundson, D., Hartman, E.A. e Tower, C.B. (1999). Strategic orientation: differences between family and non-family firms. *Family Business Review*, 12 (1), pp. 27 – 39.
- Gujarati, D., Porter, D. (2010). *Essentials of Econometrics*. Fourth Edition, McGraw – Hill International. New York.

- Gumpert, D.E. e Boyd, D.P. (1984). The loneliness of the small business owner. *Harvard Business Review*, 62 (6), pp. 18 – 24.
- Habbershon, G.T. e Williams, L.M. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12 (1), pp. 1-25.
- Habbershon, T.G., Williams, M.L. e MacMillan, I. (2003). A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of Business Venturing*, 18 (4), pp. 451 – 65.
- Habbershon, G.T., Williams, L.M. e MacMillan, C.I. (2006). A unified systems perspective of family firm performance, in *Handbook of Research on Family Business*. Poutziouris, Z.P., Smyrnios, X.K. e Klein, B.S. Edward Elgar Publishing Limited. UK.
- Hall, B.H. (1987). The Relationship Between Firm Size and Firm Growth in the U.S. Manufacturing Sector. *The Journal of Industrial Economics*, 35 (4), pp. 583 – 606.
- Handler, W.C. (1989). Methodological issues and considerations in studying family businesses. *Family Business Review*, 2 (3), pp. 257 – 76.
- Heck, R. K. Z., e Scannell T. E. (1999). The prevalance of family business from a household sample. *Family Business Review*, 12 (3), pp. 209-224.
- Heinonen, J., e Stenholm, P. (2006). Does Family Make Any Difference?—Comparative Study on Growth Among Family and Non-Family Businesses. In *EIASM Family and Non-Family Business Research Workshop, June*, pp. 1-2.
- Instituto Nacional de Estatística (2010). *Destaque informação à comunicação social – Estudos sobre Estatísticas Estruturais das Empresas 2008. Edição Junho de 2010.*
- Instituto Nacional de Estatística (2014). *Empresas em Portugal 2012, Edição 2014.*
- Instituto Nacional de Estatística (2016). *Empresas em Portugal 2014, Edição 2016.*
- James, H.S. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), pp. 41–55.
- Jensen, M., e Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 306 – 360.
- Jensen, S. R. (2007). Kvinner, eierskap og familiebedrifter, Paper presented at the work shop Familieforskning – nye perspektiver (Women, ownership and family businesses, Paper presented at the work shop Family Research - new perspectives).

- Kansikas, J., Puukko, T., e Elo-Pärssinen, K. (2007). Perheyritysbarometer 2007, [Barometer on Family Businesses], Perheyritysten liitto ry (Family business barometer 2007 [Barometer on Family Businesses], the Family Business Association).
- Keynon-Rouvinez, D. (2001). Patterns in serial business families: theory building through global case studies. *Family Business Review*, 14 (3), pp. 175 – 87.
- Kim, Y. e Gao, F.Y. (2013). Does family involvement increase business performance? Family-longevity goals' moderating role in Chinese family firms. *Journal of Business Research*, 66 (2), pp. 265 – 274.
- Kothari, S.P., Laguerre, T.E., e Leone, A.J. (2002). Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays. *Review of Accounting Studies*, 7 (4), pp. 355 – 382.
- Kozina, L. F. (2006). Kritične točke uspešnega medgeneracijskega prehoda v slovenskih družinskih podjetjih (Critical points of successful intergenerational transfer in Slovenian family businesses), Doctoral dissertation, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani (Faculty of Economics, University of Ljubljana).
- Krošláková, M. (2007). Predpoklady a podmienky rozvoja rodinného podnikania na Slovensku ako fenomén podnikania (Presumption and conditions of family business in Slovakia as phenomenon of entrepreneurship), PhD thesis, Bratislava.
- Lansberg, I., Perrow, E. L., e Rogolsky, S. (1988). Family business as an emerging field. *Family Business Review*, 1 (1), pp. 1-8.
- Lansberg, I. (1988). The succession conspiracy. *Family Business Review*, 1 (2), pp. 119 – 43.
- Lee, M. e Rogoff, E.G. (1996). Comparison of small businesses with family participation versus small businesses without family participation: an investigation of differences in goals, attitudes, and family business conflict. *Family Business Review*, 9 (4), pp. 423 – 37.
- Lee, J. (2006). Family firm performance: Further evidence. *Family Business Review*, 19 (2), pp. 103 – 114.
- Littunen, H. (2003). Management capabilities and environmental characteristics in the critical operational phase of entrepreneurship – a comparison of Finnish family and nonfamily firms. *Family Business Review*, 16 (3), pp. 183 – 97.
- Litz, R. A. (1995). The family business: Toward definitional clarity. *Family Business Review*, 8 (2), pp. 71-81.

- Lotti, F., Santarelli, E., e Vivarelli, M. (2009). Defending Gibrat's law as a long—run regularity. *Small Business Economics*, 32 (1), pp. 31 – 44.
- Lyagoubi, M. (2006). Family firms and financial behavior: how family shareholder preferences influence firms' financing. *Handbook of Research on Family Business*. Poutziouris, Z. P., Smyrniotis, X. K., e Klein, B. S. Edward Elgar Publishing Limited. UK.
- Malone, S.C. e Jenster, P.V. (1992). The problem of plateaued owner manager. *Family Business Review*, 5 (1), pp. 21 – 41.
- Mandl, I. (2008). Overview of Family Business Relevant Issues – Final Report, KMU Forschung Austria, Austrian Institute for SME Research, in co-operation with Turun Kauppakorkeakoulu Turku School of Economics, Vienna 2008, on the behalf of the European Commission, Enterprise and Industry Directorate-General (Contact No. 30-CE-0164021/00-51).
- Martí, J., Menéndez-Requejo, S. e Rottke, M.O. (2013). The impact of venture capital on family business: Evidence from Spain. *Journal of World Business*, 48(3), pp. 420-430.
- Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2 (3) pp. 166-181.
- McConaughy, D. L., Walker, M. C., Henderson, G. V., e Mishra, C. S. (1995). Founding family controlled firms: Efficiency and value. Paper presented at the European Financial Management Association Meeting.
- McConaughy, D.L. (2000). Family CEO vs. nonfamily CEOs in the family controlled firm: an examination of the level and sensitivity of pay to performance. *Family Business Review*, 13 (2), pp. 121 – 31.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R., e Cannella, A. A., Jr. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13 (4), pp. 829 – 858.
- Molly, V., Laveren, E. e Deloof, M. (2010). Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family Business Review*, 23 (2), pp. 131-147.
- Monsen, J. R. (1969). Ownership and management: The effect of separation on performance. *Business Horizons*, 12 (4), pp. 46 – 52.
- Morikawa, M. (2013). Productivity and survival of family firms in Japan. *Journal of Economics and Business*, 70, pp. 111 – 125.
- Myers, S. (1977). The determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), pp. 147-176.

- Nichter, S. e Goldmark, L. (2005). Understanding micro and small enterprise growth. The Accelerated Microenterprise Advancement Project (AMAP). MicroREPORT#36. USAID/EGAT/MD. Bethesda, MD: DAI.
- Nucci, F., Pozzolo, A., e Schivardi, F. (2005). Is firm's productivity related to its financial structure? Evidence from microeconomic data. *Rivista di politica economica*, 95 (1), pp. 269-290.
- Nunes, P.M., Gonçalves, M. e Serrasqueiro, Z. (2013). The influence of age on SMEs growth determinants: empirical evidence. *Small Business Economics*, 40 (2), pp. 249-272.
- Pettit, R., Singer, R. (1985). Small business finance: a research agenda. *Financial Management*, 14, pp. 47 – 60.
- Poutziouris, Z.P. (2001). The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Family Business Review*, 14 (3), pp. 277-291.
- Pusher, G. M. (1995). Equity ownership structure, leverage, and productivity: Empirical evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3 (2), pp. 241 – 255.
- Rogers, M. (2004). Networks, firm size and innovation. *Small Business Economics*, 22 (2), pp. 141 – 153.
- Sandig, G.A., Labadie, J.G., Saris W. e Mayordomo, M.X. (2006). Internal factors of family business performance: an integrated theoretical model, in: *Handbook of Research on Family Business*. Poutziouris, Z. P., Smyrniotis, X. K., e Klein, B. S. Edward Elgar Publishing Limited. UK.
- Serrasqueiro, Z. e Nunes, P.M. (2008). Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31 (2), pp. 195-217.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., e Silva, J. V. (2011). Are capital structure decisions of family-owned SMEs different? Empirical evidence from Portugal. *Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia – Universidade de Évora*, 11, pp. 1 - 38.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M. e Silva, J.V. (2015). (forthcoming). The Influence of Age and Size on Family-Owned Firm's Financing Decisions: Empirical Evidence Using Panel Data. *Long Range Planning*.
- Shane, S., e Venkataraman, S. (2000). The promise of entrepreneurship as a field of research. *Academy of Management Review*, 25, pp. 217 - 226.

- Sharma, P. (2006). An overview of the field of family business studies: current status and directions for the future in: *Handbook of Research on Family Business*. Poutziouris, Z. P., Smyrnios, X. K., e Klein, B. S. Edward Elgar Publishing Limited. UK.
- Smith, V., Harsenm, M., Eriksson, T., e Madsen, E. (2004). R&D productivity in Danish firms: Some empirical evidence. *Applied Economics*, 36 (16), pp. 1797 – 1806.
- Strážovská, L., Strážovská, H., e Krošláková, M. (2008). Podnikanie formou rodinných podnikov (Entrepreneurship in the Form of Family Business), Sprint, Bratislava.
- Van Caneghem, T., Van Campenhout, G. (2012). Quantity and quality of information and SME financial structure. *Small Business Economics*, 39 (2), pp. 341-358.
- Vermoesen, V., Deloof, M., e Laveren, E. (2013). Long-term debt maturity and financing constraints of SMEs during the Global Financial Crisis. *Small Business Economics*, 41 (2), pp. 433-448.
- Villalonga, B., e Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80 (2), pp. 385 – 417.
- Yasuda, T. (2005). Firm Growth, Size, Age and Behavior in Japanese Manufacturing. *Small Business Economics*, 24 (1), pp. 1-15.
- Ward, J. L. (1987). Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth profitability and family leadership. Jossey-Bass Publishers. San Francisco.
- Ward, J. L. (1997). Growing the family business: Special challenges and best practices. *Family Business Review*, 10 (4), pp. 323 – 337.
- Ward, J. L. (2002). The role of the board in family business strategy. *Family Business Know-How*, 4, 1-3
- Westhead, P., Cowling, M. e Howorth, C. (2001). The development of family companies: management and ownership imperatives. *Family Business Review*, 14 (4), pp. 369 – 85.
- Westhead, P., e Howorth, C. (2006). Ownership and management issues associated with family firm performance and company objectives. *Family Business Review*, 19 (4), pp. 301 – 316.
- Wooldridge, M., J. (2009). Introductory Econometrics: A Modern Approach. Fourth Edition. South-Western Cengage Learning. USA.